

**Analisis Faktor-Faktor Yang Mempengaruhi Struktur  
Modal Serta Dampak Struktur Modal Terhadap Return  
Saham Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI  
Periode 2006-2008**

(Studi Kasus Pada Sektor Food And Beverage)



**SKRIPSI**

Diajukan sebagai salah satu syarat  
untuk menyelesaikan Program Sarjana (S1)  
pada Program Sarjana Fakultas Ekonomi  
Universitas Diponegoro

Disusun oleh :

**SUNARWI**

**NIM. C2A308021**

**FAKULTAS EKONOMI  
UNIVERSITAS DIPONEGORO**

**2010**

## **PERSETUJUAN SKRIPSI**

Nama Penyusun : Sunarwi

Nomor Induk Mahasiswa : C2A308021

Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Manajemen

Judul Skripsi : **ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG  
MEMPENGARUHI STRUKTUR  
MODAL SERTA DAMPAK STRUKTUR  
MODAL TERHADAP RETURN  
SAHAM PERUSAHAAN  
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR  
DI BEI PERIODE 2006-2008 (STUDI  
KASUS PADA SEKTOR *FOOD AND  
BEVERAGE*)**

Dosen Pembimbing : Harjum Muharam, SE., ME

Semarang, 14 November 2010

Dosen Pembimbing,

Harjum Muharam, SE., ME

NIP. 19720218 200 03 1001

## **PENGESAHAN KELULUSAN UJI AN**

Nama Penyusun : Sunarwi

Nomor Induk Mahasiswa : C2A308021

Fakultas/Jurusan : Ekonomi/Manajemen

Judul Skripsi : **ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG  
MEMPENGARUHI STRUKTUR  
MODAL SERTA DAMPAK STRUKTUR  
MODAL TERHADAP RETURN  
SAHAM PERUSAHAAN  
MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR  
DI BEI PERIODE 2006-2008 (STUDI  
KASUS PADA SEKTOR *FOOD AND  
BEVERAGE*)**

**Telah dinyatakan lulus ujian pada tanggal 23 Desember 2010**

Tim Penguji:

1. Harjum Muharam, SE., ME ( )
2. Drs. H. Prasetiono, M.Si ( )
3. Drs. H. M. Kholiq Mahfud, M.Si ( )

## **PERNYATAAN ORISINALITAS SKRIPSI**

Yang bertanda tangan di bawah ini saya, Sunarwi, menyatakan bahwa skripsi dengan judul: ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL SERTA DAMPAK STRUKTUR MODAL TERHADAP RETURN SAHAM PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2006-2008 (STUDI KASUS PADA SEKTOR *FOOD AND BEVERAGE*), adalah hasil tulisan saya sendiri. Dengan ini saya menyatakan dengan sesungguhnya bahwa dalam skripsi ini tidak terdapat keseluruhan atau sebagian tulisan orang lain yang saya ambil dengan cara menyalin atau meniru dalam bentuk rangkaian kalimat atau simbol yang menunjukkan gagasan atau pendapat atau pemikiran dari penulis lain, yang saya akui seolah-olah sebagai tulisan saya sendiri, dan/atau tidak terdapat bagian atau keseluruhan tulisan yang saya salin, tiru, atau yang saya ambil dari tulisan orang lain tanpa memberikan pengakuan penulis aslinya.

Apabila saya melakukan tindakan yang bertentangan dengan hal tersebut di atas, baik disengaja maupun tidak, dengan ini saya menyatakan menarik skripsi yang saya ajukan sebagai hasil tulisan saya sendiri ini. Bila kemudian terbukti bahwa saya melakukan tindakan menyalin atau meniru tulisan orang lain seolah-olah hasil pemikiran saya sendiri, berarti gelar dan jasa yang telah diberikan oleh universitas batal saya terima.

Semarang, 14 Desember 2010

Yang membuat pernyataan,

Sunarwi

NIM: C2A308021

## **ABSTRACT**

*Capital structure is an equalization between the use of debt and the use of own capital, it means how much the own capital and how much the debt that will be used can produce an optimal capital structure. This study will examine the effect of asset growth, firm size, profitability, and business risk to capital structure and effect of the capital structure to stock return of manufacturing firms on food and beverage sector. The purpose of this study is to investigate and examine the influence of company size, business risk, asset growth and profitability to capital structure and also the effect of the capital structure to stock return manufacturing firms on food and beverage sector which listed in the Indonesia Stock Exchange (BEI) in the period 2006 to 2008.*

*Fifteen manufacture company are used as the sample of this research in food and beverage sector. The method of the research is purposive sampling which devine as a sample of taking method which take an object by certain criteria. The amount of sample which require to the criteria are 15 manufacture company in Indonesian Stock Exchange by using pooled data method then resulting 45 observation data. Analysis of data using path analysis, preceded by a classical assumption of normality test, multicollinearity, and the residual covariance test.*

*Results of data analysis or path analysis on the first model indicate that asset growth and profitability do not have a significant influence, although the business risks have a significant influence, but the company has a significant size in the 10% level on capital structure. The size of the coefficient of determination (adjusted R square) is approximately 0,239. This means that 23,9 percent of the dependent variable of capital structure can be influenced by four independent variables asset growth, firm size, profitabilitas, and business risk, and for the remaining amount of 73,9 percent of capital structure is explained by other variables. While in the second model shows that capital structure has no significant effect on stock return with determination coefficient of 0,054. This means 5,4 percent stake retrun influenced by capital structure.*

**Keywords:** *Capital Structure, Asset Growth, Company Size, profitability, and Stock Return.*

## ABSTRAKS

Struktur modal merupakan perimbangan antara penggunaan hutang dengan penggunaan modal sendiri, yang berarti berapa besar modal sendiri dan berapa besar hutang yang akan digunakan, sehingga dapat menghasilkan struktur modal yang optimal. Dalam penelitian ini akan meneliti pengaruh pertumbuhan asset, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan risiko bisnis, terhadap struktur modal serta pengaruh struktur modal terhadap return saham perusahaan manufaktur pada sektor *food and beverage*. Tujuan penelitian ini adalah untuk mengetahui dan menguji pengaruh antara ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan asset dan profitabilitas terhadap struktur modal serta pengaruh struktur modal terhadap return saham perusahaan manufaktur pada sektor *food and beverage* yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) periode tahun 2006 sampai dengan 2008.

Sampel penelitian yang digunakan sebanyak 15 perusahaan manufaktur pada sektor *food and beverage*, dimana metode yang digunakan adalah *purposive sampling* yaitu suatu metode pengambilan sampel yang mengambil obyek dengan kriteria tertentu. Jumlah sampel yang sesuai dengan kriteria-kriteria yang telah ditentukan sebanyak 15 perusahaan manufaktur di Bursa Efek Indonesia (BEI) dengan menggunakan metode *pooled data* sehingga sampel penelitian diperoleh sebanyak 45 data observasi. Analisis data menggunakan analisis jalur yang didahului dengan uji asumsi klasik yang terdiri dari uji normalitas, uji multikolinearitas, dan uji residual kovarian.

Hasil analisis data atau analisis jalur pada model pertama menunjukkan bahwa pertumbuhan asset dan profitabilitas tidak memiliki pengaruh signifikan, sedangkan risiko bisnis memiliki pengaruh signifikan, dan ukuran perusahaan berpengaruh signifikan dalam taraf 10% terhadap struktur modal. Besarnya koefisien determinasi (*adjusted R square*) adalah sebesar 0,239. Hal ini berarti bahwa 23,9 persen variabel dependen yaitu struktur modal dapat dipengaruhi oleh empat variabel independen yaitu pertumbuhan asset, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan risiko bisnis, sedangkan sisanya sebesar 73,9 persen struktur modal dijelaskan oleh variabel lain. Sedangkan pada model kedua menunjukkan bahwa struktur modal tidak memiliki pengaruh signifikan terhadap return saham dengan koefisien determinasi sebesar 0,054. Hal ini berarti 5,4 persen return saham dipengaruhi oleh struktur modal.

*Kata Kunci : Struktur Modal, Pertumbuhan Asset, Ukuran Perusahaan, Kemampulabaan, dan Return Saham.*

## **KATA PENGANTAR**

Puji syukur kehadiran Allah SWT yang telah melimpahkan rahmat dan hidayah-Nya serta kekuatan lahir dan batin kepada penulis, sehingga penulis dapat menyelesaikan skripsi dengan judul **“ANALISIS FAKTOR-FAKTOR YANG MEMPENGARUHI STRUKTUR MODAL SERTA DAMPAK STRUKTUR MODAL TERHADAP RETURN SAHAM PERUSAHAAN MANUFAKTUR YANG TERDAFTAR DI BEI PERIODE 2006-2008 (STUDI KASUS PADA SEKTOR *FOOD AND BEVERAGE*)”**

Penulis menyadari bahwa dalam penulisan skripsi ini penulis mendapat bantuan dari berbagai pihak, maka dalam kesempatan ini dengan segala kerendahan hati, penulis ingin menyampaikan ucapan terima kasih atas segala bantuan, bimbingan dan dukungan yang telah diberikan sehingga skripsi ini dapat terselesaikan kepada:

1. Bapak Dr. H.M. Chabachib, MSi, Akt, selaku Dekan Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro Semarang.
2. Bapak Harjum Muharam, SE., ME, selaku Dosen Pembimbing atas waktu, perhatian dan segala bimbingan serta arahannya selama penulisan skripsi ini.
3. Bapak Drs. H. Mudji Raharjo, SU, selaku Dosen Wali yang telah banyak membantu pelaksanaan perkuliahan akademik selama ini.

4. Bapak dan Ibu serta semua keluargaku tercinta yang selalu memberikan dukungan, semangat, kasih sayang yang melimpah dan doa yang tiada henti untuk mendoakanku menjadi orang yang sukses.
5. Spesial buat Funysha Fadluna yang selalu memberikan dukungan, semangat, perhatian yang begitu besar.
6. Sahabat-sahabat baikku, Ela, Farida, Laksmi, dan Mas Irwan. Terima kasih atas bantuannya selama ini juga untuk kebersamaan dan persahabatan yang telah kita lalui bersama.
7. Teman-teman mahasiswa Manajemen Reguler 2 angkatan 2008 terima kasih untuk kebersamaannya selama ini. Kalian memang teman-teman yang baik. Semangat demi masa depan nanti!!!!
8. Teman-teman kontrakan "wong sengak" Perumda 114 yang selalu memberikan dukungan dan ejekan selama ini.
9. Untuk adik sepupuku Sandra yang telah bersedia meminjamkan laptopnya untuk kelancaran skripsi ini. Thanks bro.
10. Seluruh karyawan dan pegawai Fakultas Ekonomi Universitas Diponegoro yang telah membantu kelancaran administrasi selama perkuliahan.
11. Kepada semua pihak yang tidak dapat disebutkan satu per satu yang telah membantu hingga terselesaikannya skripsi ini.

Penulis menyadari bahwa dalam penyusunan skripsi ini masih banyak kekurangan yang disebabkan keterbatasan pengetahuan serta pengalaman penulis. Oleh karena itu, penulis mengharapkan adanya kritik dan saran membangun dari



semua pihak. Akhirnya penulis berharap semoga skripsi ini bisa bermanfaat bagi berbagai pihak.

Semarang, 14 Desember 2010

Sunarwi

## DAFTAR ISI

	Halaman
Halaman Judul.....	i
Halaman Persetujuan .....	ii
Halaman Pengesahan Kelulusan Ujian .....	iii
Halaman Pernyataan Orisinalitas Skripsi .....	iv
Abstrak .....	v
Abstract .....	vi
Kata Pengantar .....	vii
Daftar Tabel .....	xii
Daftar Gambar.....	xiii
Daftar Lampiran.....	xiv
Bab I     Pendahuluan .....	1
1.1. Latar Belakang .....	1
1.2. Rumusan Masalah .....	13
1.3. Tujuan dan Kegunaan Penelitian .....	15
1.3.1 Tujuan Penelitian .....	15
1.3.2 Kegunaan Penelitian .....	16
1.4. Sistematika Penulisan .....	17
Bab II     Tinjauan Pustaka.....	20
2.1. Landasan Teori.....	20
2.1.1 Manajemen Keuangan.....	20
2.1.2 Teori Struktur Modal .....	22
2.1.2.1 The Modigliani-Miller Model.....	24
2.1.2.2 The Trade Off Model.....	26
2.1.2.3 Pecking Order Theory.....	27
2.1.2.4 Agency Theory.....	29
2.1.2.5 Signaling Theory.....	30

	2.1.2.6 Asymetric Information Theory.....	31
	2.1.3 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur	
	Modal Perusahaan.....	32
	2.1.3.1 Pertumbuhan Aktiva.....	33
	2.1.3.2 Ukuran Perusahaan.....	34
	2.1.3.3 Profitabilitas.....	35
	2.1.3.4 Risiko Bisnis. ....	38
	2.1.4 Return Saham.....	41
	2.2. Penelitian Terdahulu .....	44
	2.3. Kerangka Pemikiran.....	55
	2.4. Hipotesis.....	56
Bab III	Metode Penelitian .....	58
	3.1. Variabel Penelitian dan Definisi Operasional .....	58
	3.2. Jenis dan Sumber Data .....	62
	3.3. Populasi dan Penentuan Sampel .....	63
	3.4. Metode pengumpulan data .....	64
	3.5. Metode Analisis .....	65
	3.6. Cara Pengujian Hipotesis.....	73
Bab IV	Analisis dan Pembahasan .....	76
	4.1. Deskripsi Objek Penelitian.....	76
	4.2 Analisis Data .....	77
	4.2.1 Statistik Deskriptif .....	77
	4.2.2 Hasil Pengolahan analisis jalur .....	81
	4.2.2.1 Asumsi Analisis Jalur.....	81
	4.2.2.2 Uji Goodness of Fit Model.....	85
	4.2.2.3 Pengujian Hipotesis.....	86
	4.2.2.4 Koefisien Determinasi.....	89
	4.3 Pembahasan.....	90
Bab V	Penutup .....	94
	5.1 Kesimpulan .....	94

5.2 Keterbatasan Penelitian.....	94
5.3 Saran.....	95
Daftar Pustaka .....	97
Lampiran-Lampiran.....	100

## DAFTAR TABEL

	Halaman
Tabel 1.1 Debt to Equity Ratio (DER) Perusahaan Sampel.....	4
Tabel 1.2 Rata-rata Variabel Eksogen Perusahaan Sampel .....	8
Tabel 2.1 Ringkasan Penelitian Terdahulu .....	48
Tabel 3.1 Ringkasan Variabel Penelitian dan Definisi Operasional .....	61
Tabel 3.2 Persamaan Struktural .....	67
Tabel 3.3 <i>Cut Off Value</i> Pengujian Kelayakan Model.....	71
Tabel 4.1 Descriptive Statistic Perusahaan Sampel .....	78
Tabel 4.2 Descriptive Statistic Data Normal.....	78
Tabel 4.3 Uji Normalitas Data Awal.....	82
Tabel 4.4 Data Mahalanobis Distance .....	83
Tabel 4.5 Uji Normalitas Setelah Outlier.....	83
Tabel 4.6 Pengujian Multikolinieritas.....	84
Tabel 4.7 Uji Residual.....	85
Tabel 4.8 Hasil Analisis Jalur .....	87
Tabel 4.9 Hasil Uji F.....	90

## DAFTAR GAMBAR

	Halaman
Gambar 2.1 Kerangka Pemikiran Teoritis .....	56
Gambar 3.1 Diagram Alur.....	66
Gambar 4.1 Uji Model .....	86

## DAFTAR LAMPIRAN

	Halaman
Lampiran A Data Sampel Penelitian Tahun 2006-2008 .....	100
Lampiran B Data AMOS 5.0 Sampel Penelitian .....	107

# **BAB I**

## **PENDAHULUAN**

### **1.1 Latar Belakang Masalah**

Persaingan dalam dunia bisnis yang semakin ketat telah membuat suatu perusahaan khususnya perusahaan manufaktur berusaha meningkatkan nilai dari perusahaan. Meningkatkan nilai perusahaan dapat dilakukan melalui peningkatan kemakmuran kepemilikan atau para pemegang saham. Keberadaan para pemegang saham dan peranan manajemen sangatlah penting dalam menentukan besar keuntungan yang nantinya akan diperoleh. Hal ini berarti setiap perusahaan manufaktur diharuskan untuk bisa mengatasi situasi yang terjadi sehingga dapat melakukan pengelolaan fungsi-fungsi manajemennya dengan baik agar dapat lebih unggul dalam persaingan. Suatu keputusan yang diambil manajer dalam suatu pembelanjaan harus dipertimbangkan secara teliti sifat dan biaya dari sumber dana yang akan dipilih, karena masing-masing sumber dana tersebut memiliki konsekuensi finansial yang berbeda. Dalam keputusan pemenuhan dana mencakup berbagai pertimbangan apakah perusahaan akan menggunakan sumber internal maupun sumber eksternal yang berasal dari hutang atau dengan emisi saham baru. Kebutuhan akan dana dapat dipenuhi dari berbagai sumber dan mempunyai jenis yang berbeda beda. Modal terdiri atas ekuitas (modal sendiri) dan hutang (*debt*), perbandingan hutang dan modal sendiri dalam struktur finansial perusahaan disebut struktur modal (Husnan, 1998).



Dalam kegiatan usahanya pemilik perusahaan melimpahkan tanggung jawab pihak lain yaitu manajer. Salah satu keputusan penting yang dihadapi manajer (keuangan) dalam kaitannya dengan kelangsungan operasi perusahaan adalah keputusan pendanaan atau keputusan struktur modal, yaitu keputusan keuangan yang berkaitan dengan komposisi hutang, saham preferen dan saham biasa yang harus digunakan oleh perusahaan (Yuke dan Hadri, 2005). Manajer harus mampu menghimpun dana baik yang bersumber dari dalam perusahaan maupun dari luar perusahaan secara efisien, dalam arti keputusan pendanaan tersebut mampu meminimalkan biaya modal yang harus ditanggung perusahaan. Ketika manajer menggunakan hutang, biaya modal yang timbul adalah sebesar biaya bunga yang dibebankan oleh kreditur. Sedangkan jika manajer menggunakan dana internal atau dana sendiri akan timbul *opportunity cost* dari dana atau modal sendiri yang digunakan. Keputusan pendanaan yang dilakukan secara tidak cermat akan menimbulkan biaya tetap dalam bentuk biaya modal yang tinggi, yang selanjutnya dapat berakibat pada rendahnya profitabilitas perusahaan.

Ditinjau dari asalnya menurut Riyanto (2001: 214), sumber dana dapat dibedakan menjadi sumber dana perusahaan intern dan sumber dana perusahaan ekstern. Modal yang berasal dari sumber intern adalah dana yang dihasilkan sendiri didalam perusahaan (*internal financing*), sedangkan Dana ekstern adalah sumber dana yang berasal dari luar perusahaan (*external financing*). Penentuan proporsi hutang dan modal dalam penggunaannya

sebagai sumber dana perusahaan berkaitan erat dengan istilah struktur modal. Dalam usaha peningkatan nilai perusahaan, hal yang tidak bisa dipisahkan adalah bagaimana penentuan struktur modal yang dilakukan oleh manajemen dan para pemegang saham perusahaan. Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara hutang jangka panjang dan modal sendiri (Weston dan Copeland, 1997:3).

Pengertian struktur modal menurut Bambang Riyanto (2001) adalah perimbangan atau perbandingan antar jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Oleh karena itu, struktur modal di *proxy* dengan *Debt to Equity Ratio* (DER), yang merupakan perbandingan antara total hutang terhadap modal sendiri. Pemakaian *proxy* dimaksudkan untuk mempermudah pengukuran karena faktor tersebut tidak dapat diukur secara langsung (R. Agus Sartono dan Ragil Sriharto, 1999). Penggunaan variabel DER sebagai *proxy* dari struktur modal sejalan dengan penelitian yang dilakukan oleh Mutaminah (2003), Se Tin (2004) dan Dyah Sih Rahayu (2005).

Pengertian struktur modal itu sendiri adalah bauran (proporsi) pendanaan permanen jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh hutang, ekuitas saham preferen dan saham biasa (Van Horne dan Wachowicz, 1997). Sedangkan struktur modal perusahaan adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen, dan modal pemegang saham. Menurut Weston dan Copeland (1996) struktur keuangan adalah cara bagaimana perusahaan membiayai aktivasnya dan dapat dilihat

pada seluruh sisi kanan dari neraca yang terdiri dari hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal pemegang saham. Jadi, struktur modal suatu perusahaan hanya sebagian dari struktur keuangan perusahaan.

Berikut ini disajikan data *Debt to Equity Ratio* perusahaan-perusahaan manufaktur pada sektor *food and beverage* tahun 2006-2008 yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI).

**Tabel 1.1**  
**Debt to Equity Ratio (DER) Perusahaan-perusahaan Manufaktur**  
**yang Terdaftar di Bursa Efek Indonesia (BEI)**  
**pada sektor *food and beverage* Periode tahun 2006-2008**

Nama Perusahaan	DER (X)		
	2006	2007	2008
PT. Aqua Golden Mississippi Tbk.	0,76672	0,74433	0,70922
PT. Cahaya Kalbar Tbk.	0,44477	1,80171	1,44889
PT. Davomas Abadi Tbk.	1,77453	2,05348	4,44869
PT. Delta Djakarta Tbk.	0,31934	0,28695	0,33537
PT. Fast Food Indonesia Tbk.	0,67786	0,66815	0,62629
PT. Indofood Sukses Makmur Tbk.	2,10058	2,61378	3,11050
PT. Mayora Indah Tbk.	0,58015	0,72568	1,32223
PT. Multi Bintang Indonesia Tbk.	2,07551	2,14456	1,73492
PT. Prasadha Aneka Niaga Tbk.	1,87410	2,13590	1,63394
PT. Sekar Laut Tbk.	0,78569	0,89528	0,99672
PT. Siantar Top Tbk.	0,36285	0,44289	0,72451

PT. SMART Tbk.	1,06111	1,28532	1,17140
PT. Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk.	2,82225	1,26236	1,60221
PT. Tunas Baru Lampung Tbk.	1,36899	1,62383	2,14782
PT. Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk.	0,53164	0,63826	0,53200
Rata-rata	1,16974	1,28817	1,50298

Sumber : Indonesian Capital Market Directory 2009

Berdasarkan tabel 1.1 menunjukkan bahwa besarnya nilai rata-rata *debt to equity* (DER) pertahun dari tahun 2006-2008 perusahaan manufaktur pada sektor *food and beverage* yang listed di BEI berada diatas satu, rata-rata DER untuk tahun 2006 adalah sebesar 1,16974 ,untuk tahun 2007 adalah sebesar 1,28817 dan untuk tahun 2008 adalah sebesar 1,50298. Sehingga perusahaan lebih banyak menggunakan dana dari hutang untuk aktivitas investasinya daripada modal sendiri. Rata-rata struktur modal pada 15 perusahaan manufaktur pada sektor *food and beverage* menunjukkan kenaikan dari tahun ke tahun, dimana rata-rata tahun 2006 sebesar 1,16974 kemudian pada tahun 2007 mengalami kenaikan sebesar 0,11843 menjadi 1,28817 dan kemudian mengalami kenaikan lagi pada tahun 2008 sebesar 0,21481.

Namun jika dilihat dari masing-masing perusahaan ternyata beberapa perusahaan tidak semuanya memiliki DER diatas satu. Perusahaan PT. Aqua Golden Mississippi Tbk, PT. Delta Djakarta Tbk, PT. Fast Food Indonesia Tbk, PT. Sekar Laut Tbk, PT. Siantar Top Tbk dan, PT. Ultrajaya Milk Industry & Trading Company Tbk. memiliki DER kurang dari satu.

Sedangkan perusahaan PT. Davomas Abadi Tbk. Tbk, PT. Indofood Sukses Makmur Tbk, PT. Multi Bintang Indonesia Tbk, PT. Prasadha Aneka Niaga Tbk, PT. SMART Tbk, PT. PT. Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk, dan PT. Tunas Baru Lampung Tbk memiliki DER lebih dari 1. Sedangkan pada PT. Cahaya Kalbar Tbk dan PT. Mayora Indah Tbk memiliki DER yang tidak stabil, pada tahun 2006 PT. Cahaya Kalbar Tbk memiliki DER kurang dari 1 namun tahun 2007 dan 2008 memiliki DER lebih dari 1. Sedangkan PT. Mayora Indah Tbk memiliki DER kurang dari 1 tapi pada tahun 2006 dan 2007, namun tahun 2008 memiliki DER lebih dari 1.

Dengan demikian selama periode 2006 sampai dengan 2008 terdapat 50% lebih perusahaan manufaktur yang terdaftar di BEI pada sektor *food and beverage* yang mempunyai DER lebih dari satu, yang artinya proporsi hutang lebih besar daripada modal sendirinya. Dengan adanya proporsi hutang yang lebih besar, maka perusahaan yang mempunyai DER lebih dari satu akan memiliki resiko bisnis yang lebih tinggi dibandingkan dengan perusahaan yg memiliki DER kurang dari satu.

Dengan nilai DER yang berada diatas satu berarti perusahaan memiliki jumlah hutang yang lebih besar daripada jumlah modal sendiri dan hal ini tidak sesuai dengan teori struktur modal yang optimal dimana seharusnya jumlah hutang perusahaan tidak boleh lebih besar daripada modal sendiri. Sementara itu kebanyakan investor lebih tertarik menanamkan modalnya ke dalam bentuk investasi pada perusahaan yang mempunyai DER tertentu yang

besarnya kurang dari satu. Karena jika DER lebih besar dari satu berarti risiko yang ditanggung oleh investor menjadi meningkat.

Menurut Brigham dan Houston (2001: 39) ada beberapa faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan, antara lain : stabilitas penjualan, struktur aktiva, leverage operasi, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengawasan, sifat manajemen, sikap kreditur dan konsultan, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan dan fleksibilitas keuangan.

Dalam penelitian ini tidak akan dibahas semua faktor yang mempengaruhi keputusan struktur modal perusahaan, hanya beberapa faktor yang akan dibahas pada penelitian ini yaitu antara lain : pertumbuhan asset (*growth of assets*), ukuran perusahaan (*size*), dan profitabilitas (*profitability*), risiko bisnis (*business risk*). Selain itu, juga akan membahas return saham sebagai dampak dari perubahan struktur modal perusahaan. Perkembangan data penelitian tersebut dapat dilihat pada tabel berikut ini:

**Tabel 1.2**

**Rata-rata Pertumbuhan asset, Ukuran perusahaan, Profitabilitas, Risiko bisnis, dan Return Saham Perusahaan-perusahaan Manufaktur yang Terdaftar di BEI pada sektor Food and beverage Periode Tahun 2006-2008**

Variabel	Rata-rata		
	2006	2007	2008
<b>Pertumbuhan Asset (%)</b>	<b>0,14603</b>	<b>0,33429</b>	<b>0,20124</b>
<b>Ukuran Perusahaan (juta)</b>	<b>11,8921</b>	<b>12,00508</b>	<b>12,08070</b>
<b>Profitabilitas (x)</b>	<b>0,04785</b>	<b>0,04636</b>	<b>0,04636</b>
<b>Risiko Bisnis (x)</b>	<b>0,57885</b>	<b>0,44131</b>	<b>0,05832</b>
<b>Return Saham (x)</b>	<b>0,77720</b>	<b>0,41102</b>	<b>-0,15849</b>

Sumber : Data Sekunder yang diolah

Dari Tabel 1.2 dapat diketahui bahwa rata-rata faktor yang mempengaruhi struktur modal menunjukkan hasil yang masih fluktuatif, terutama terlihat pada faktor risiko bisnis, maka perlu diuji pengaruh dari keempat variabel independen (pertumbuhan asset, ukuran perusahaan, risiko bisnis) dalam mempengaruhi struktur modal (*debt to equity ratio*) serta dampaknya terhadap return saham pada perusahaan manufaktur yang listed di Bursa Efek Indonesia periode 2006-2008 pada sektor *food and beverage*.

Pertumbuhan asset merupakan variabel yang dipertimbangkan dalam keputusan hutang. Biasanya biaya emisi saham akan lebih besar dari biaya penerbitan surat hutang. Dengan demikian, perusahaan yang tingkat

pertumbuhannya lebih tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang, sehingga ada hubungan positif antar *growth* dengan *debt equity ratio*. Menurut Brigham (2001), perusahaan yang mempunyai tingkat pertumbuhan tinggi cenderung menggunakan sumber dana dari luar. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang cepat harus lebih banyak mengandalkan modal eksternal daripada perusahaan yang lambat pertumbuhannya. Untuk variabel pertumbuhan asset, penelitian yang dilakukan oleh Saidi (2002) menunjukkan hasil bahwa pertumbuhan asset berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Ukuran perusahaan (*size*) merupakan salah satu faktor yang harus dipertimbangkan dalam keputusan struktur modal. Perusahaan besar memiliki kebutuhan dana yang besar untuk membiayai aktivitas perusahaan dan salah satu alternatif pemenuhan kebutuhan dana tersebut adalah dengan menggunakan hutang. Dengan kata lain, besar kecilnya ukuran suatu perusahaan secara langsung berpengaruh terhadap kebijakan struktur modal perusahaan. Penelitian terdahulu yang menghubungkan ukuran perusahaan terhadap kebijakan struktur modal yang dilakukan Hendri dan Sutapa (2006), Yuke dan Hadri (2005) dan Kartini dan Tulus (2008) mendapatkan hasil bahwa ukuran perusahaan mempunyai pengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Tetapi hasil ini bertentangan dengan penelitian yang dilakukan oleh Laili Hidayati, et al (2001) yang menyatakan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal.

Tingkat profitabilitas suatu perusahaan menjadi salah satu faktor yang dipertimbangkan dalam kebijakan struktur modal. Brigham dan Gapenski



(dikutip oleh Agus, 2001) mengatakan seringkali perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi cenderung menggunakan hutang. Tetapi perusahaan dengan tingkat pengembalian yang rendah cenderung menggunakan hutang yang besar untuk membiayai aktivitas perusahaan. Penelitian terdahulu yang menghubungkan profitabilitas terhadap kebijakan struktur modal yang dilakukan oleh Hendri dan Sutapa (2006) menunjukkan bahwa profitabilitas berpengaruh negatif dan signifikan terhadap struktur modal. Tetapi hasil ini bertentangan dengan hasil penelitian yang dilakukan oleh Yuke dan Handri (2005) yang menyatakan bahwa profitabilitas berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal.

Faktor risiko bisnis (*business risk*) juga berpengaruh terhadap struktur modal. Risiko bisnis berkaitan dengan ketidakpastian pendapatan karena terdapatnya variabilitas dalam penjualan produk, pelanggan dan bagaimana produk dihasilkan. Ketidakpastian tersebut membuat risiko bisnis yang ada pada perusahaan berubah-ubah, begitu juga dengan struktur modal yang dihasilkan bervariasi. Risiko bisnis atau risiko inheren dengan operasi risiko jika perusahaan tidak mempergunakan hutang. Semakin tinggi risiko bisnis perusahaan, maka semakin rendah rasio hutang optimalnya.

Menurut Weston dan Brigham (1994) serta Husnan (1996), setiap perusahaan akan menghadapi risiko sebagai akibat dari dilakukannya kegiatan operasi perusahaan. Makin besar risiko yang dihadapi perusahaan maka makin rendah rasio hutang yang digunakan perusahaan, karena semakin besar risiko bisnis, penggunaan hutang besar akan mempersulit perusahaan

dalam mengembalikan hutang mereka. Selain itu Saidi (2004) dan Mutaminah (2003) menemukan hubungan negatif antara risiko perusahaan terhadap struktur modal. Hal ini bertentangan dengan penelitian mengenai struktur modal yang dilakukan oleh Crutclley dan Hansen (1989), penelitian tersebut berhasil diidentifikasi berbagai faktor yang secara signifikan memberikan efek langsung terhadap kebijakan deviden ataupun struktur modal, dimana dari hasil tersebut risiko bisnis berpengaruh signifikan positif dengan struktur modal.

DER dapat menunjukkan tingkat risiko suatu perusahaan dimana semakin tinggi rasio DER, maka semakin tinggi risiko yang akan terjadi pada perusahaan karena pendanaan perusahaan dari unsur hutang lebih besar daripada modal sendiri (*equity*), mengingat DER dalam perhitungannya adalah hutang dibagi dengan modal sendirinya, artinya jika hutang perusahaan lebih tinggi dari modal sendirinya berarti rasio DER diatas 1, sehingga penggunaan dana yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan lebih banyak menggunakan dari unsur hutang. Hal tersebut membuat perusahaan harus menanggung biaya atau beban modal yang besar, risiko yang ditanggung perusahaan juga meningkat apabila investasi yang dijalankan perusahaan tidak menghasilkan tingkat pengembalian yang optimal. Oleh karena itu investor cenderung lebih tertarik pada tingkat DER tertentu yang besarnya kurang dari 1 karena jika lebih besar dari 1 menunjukkan risiko perusahaan semakin meningkat.

Salah satu rasio yang diperkirakan juga dapat mempengaruhi return suatu saham adalah debt equity ratio (DER). Dengan dipengaruhi DER oleh pertumbuhan aktiva, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan risiko bisnis maka DER akan berdampak terhadap return saham yang akan diterima oleh pemegang saham. Semakin besar DER menandakan struktur pendanaan usaha lebih banyak memanfaatkan hutang relative terhadap ekuitas. Semakin besar DER mencerminkan risiko perusahaan yang relatif tinggi akibatnya para investor cenderung menghindari saham-saham yang memiliki nilai DER yang tinggi.

Dari penelitian terdahulu yang menunjukkan beberapa hasil penelitian yang menunjukkan pengaruh DER terhadap return saham antara lain : Natarsyah (2000) menunjukkan bahwa DER berpengaruh positif signifikan pada return saham, sedangkan hasil penelitian Santoso (1998) menunjukkan bahwa rasio DER tidak berpengaruh secara signifikan terhadap return saham. Selain itu, penelitian yang dilakukan Liestyowati (2002) menunjukkan bahwa DER berpengaruh negatif terhadap return saham.

Dari beberapa penelitian terdahulu masih terjadi perbedaan hasil penelitian (*research gap*) mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap struktur modal. Penelitian ini mencoba untuk mengetahui faktor-faktor apakah yang berpengaruh terhadap struktur modal perusahaan manufaktur pada sektor *food and beverage* yang terdaftar di BEI periode 2006-2008. Variabel yang digunakan dalam penelitian ini adalah pertumbuhan asset,

ukuran perusahaan, profitabilitas, dan risiko bisnis yang diuji pengaruhnya terhadap struktur modal.

Berdasarkan uraian diatas maka penelitian ini mengambil judul “Analisis Pengaruh Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Dampak Pengaruh Struktur Modal Terhadap Return Saham Perusahaan Manufaktur Yang Terdaftar di BEI Periode 2006-2008 (Studi Kasus Pada Sektor *Food and beverage*)”.

## **1.2 Rumusan Masalah**

Dihat dari sisi perusahaan, setiap perusahaan pasti membutuhkan dana dan pemenuhan dana tersebut dapat berasal dari sumber intern ataupun sumber ekstern, namun umumnya perusahaan menggunakan modal sendiri sebagai modal permanen daripada modal asing (hutang). Perusahaan dalam memilih struktur modal yang harus melihat faktor yang berpengaruh sesuai dengan kondisi dari perusahaan itu sendiri.

Berbagai penelitian telah dilakukan untuk mencari faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal antara lain tingkat pertumbuhan, pajak, profitabilitas, struktur aktiva, risiko bisnis, ukuran perusahaan, sikap manajer, sikap pemberi pinjaman, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, fleksibilitas keuangan dan lain sebagainya. Namun hanya variabel pertumbuhan asset (*growth of assets*), ukuran perusahaan (*size*), risiko bisnis (*business risk*), dan profitabilitas (*profitability*) serta return saham (*stock price*) sebagai variabel yang dipengaruhi struktur modal yang digunakan

dalam penelitian ini karena terjadi perbedaan pengaruh (*research gap*) antara peneliti satu dengan yang lainnya.

Dari penelitian terdahulu yang menunjukkan terdapat beberapa *research gap* antara lain : (1) variabel pertumbuhan asset dinyatakan berpengaruh signifikan positif terhadap DER oleh Kaaro (2000) dan Saidi (2004). Tapi dinyatakan tidak signifikan oleh Wahidahwati (2002). (2) Variabel profitabilitas dalam penelitian Moh'd et al. (1998), Rahmat Setiawan (2006), Sartono dan Sriharto (1999) memiliki pengaruh negatif terhadap struktur modal perusahaan namun hasil penelitian yang berbeda ditemukan oleh Saidi (2004) yang menyatakan bahwa profitabilitas memiliki pengaruh yang positif terhadap struktur modal. (3) Ukuran perusahaan menurut Wahidahwati (2002) dan Sekar Mayangsari (2001) berpengaruh signifikan positif, namun menurut Agus Eko Sujito (2001) dan Mutaminah (2003) *size* tidak berpengaruh signifikan positif terhadap DER. (4) Natarsyah (2000) menunjukkan bahwa DER berpengaruh positif signifikan pada return saham, sedangkan hasil penelitian Santoso (1998) menunjukkan bahwa rasio DER tidak berpengaruh secara signifikan terhadap return saham.

Rata-rata DER dalam fenomena perusahaan manufaktur sektor *food and beverage* selama 3 tahun penelitian terakhir (periode 2006-2008) dari tahun ke tahun mengalami kenaikan. Hal ini mengindikasikan bahwa pendanaan yang dilakukan oleh perusahaan didominasi oleh penggunaan hutang. Namun faktor yang mempengaruhi DER yaitu pertumbuhan asset, ukuran perusahaan, profitabilitas, dan risiko bisnis dari tahun ke tahun mengalami

inkonsistensi. Selain itu return saham yang merupakan dampak dari DER mengalami penurunan dari tahun ke tahun yang sangat signifikan, oleh karena itu perlu diteliti faktor-faktor yang mempengaruhi DER serta pengaruh dari DER terhadap return saham perusahaan.

Berdasarkan rumusan masalah di atas, maka dapat diajukan pertanyaan penelitian sebagai berikut:

1. Bagaimana pengaruh pertumbuhan asset terhadap struktur modal ?
2. Bagaimana pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal ?
3. Bagaimana pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal ?
4. Bagaimana pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal ?
5. Bagaimana pengaruh struktur modal terhadap return saham?

### **1.3 Tujuan dan Kegunaan Penelitian**

#### **1.3.1 Tujuan Penelitian**

Sesuai dengan permasalahan yang diajukan dalam penelitian, maka tujuan dari penelitian ini adalah untuk :

1. Menganalisis pengaruh pertumbuhan asset terhadap struktur modal (DER) perusahaan manufaktur pada sektor *food and beverage* yang terdaftar di BEI periode tahun 2006-2008.
2. Menganalisis pengaruh ukuran perusahaan terhadap struktur modal (DER) perusahaan manufaktur pada sektor *food and beverage* yang terdaftar di BEI periode tahun 2006-2008.

3. Menganalisis pengaruh profitabilitas terhadap struktur modal perusahaan manufaktur pada sektor *food and beverage* yang terdaftar di BEI periode tahun 2006-2008.
4. Menganalisis pengaruh risiko bisnis terhadap struktur modal perusahaan manufaktur pada sektor *food and beverage* yang terdaftar di BEI periode tahun 2006-2008.
5. Menganalisis pengaruh struktur modal terhadap return saham perusahaan manufaktur pada sektor *food and beverage* yang terdaftar di BEI periode tahun 2006-2008.

### **1.3.2 Kegunaan Penelitian**

Kegunaan penelitian ini adalah :

1. Bagi manajemen perusahaan dapat dijadikan pertimbangan dalam penentuan struktur modal yang optimal.
2. Bagi akademis penelitian ini dapat memberikan bukti empiris mengenai faktor-faktor yang berpengaruh terhadap DER serta dampak struktur modal terhadap return saham sehingga dapat memberikan wawasan dan pengetahuan yang lebih mendalam mengenai kebijakan strktur modal yang optimal.
3. Bagi investor sebagai bahan pertimbangan yang bermanfaat untuk pengambilan keputusan investasi pada perusahaan yang akan ditanamkan dananya dengan melihat struktur modal perusahaan tersebut yang nantinya akan berimbas terhadap return saham

## **1.4 Sistematika Penulisan**

Sistematika penulisan ini berisi penjelasan tentang isi yang terkandung dari masing-masing bab secara singkat dari keseluruhan skripsi ini. Skripsi ini disajikan dengan sistematika sebagai berikut :

### **BAB I Pendahuluan**

Bab ini berisi mengenai latar belakang masalah, yang menampilkan landasan pemikiran secara garis besar baik dalam teori maupun fakta yang ada yang menjadi alasan dibuatnya penelitian ini. Perumusan masalah berisi mengenai pernyataan tentang keadaan, fenomena dan atau konsep yang memerlukan jawaban melalui penelitian. Tujuan dan kegunaan penelitian yang merupakan hal yang diharapkan dapat dicapai mengacu pada latar belakang masalah, perumusan masalah dan hipotesis yang diajukan. Pada bagian terakhir dari bab ini yaitu sistem penulisan, diuraikan mengenai ringkasan materi yang akan dibahas pada setiap bab yang ada dalam skripsi.

### **BAB II Telaah Pustaka**

Bab ini menguraikan landasan teori, yang berisi jabaran teori-teori dan menjadi dasar dalam perumusan hipotesis serta membantu dalam analisis hasil penelitian. Penelitian terdahulu merupakan penelitian yang dilakukan oleh peneliti-peneliti sebelumnya yang berhubungan dengan penelitian ini. Kerangka pemikiran adalah skema yang dibuat untuk menjelaskan secara singkat permasalahan yang akan diteliti. Hipotesis adalah pernyataan yang



disimpulkan dari tinjauan pustaka, serta merupakan jawaban sementara atas masalah penelitian.

### **BAB III Metode Penelitian**

Dalam bab ini akan menguraikan variabel penelitian dan definisi operasional dimana diskripsi terhadap variabel yang digunakan dalam penelitian akan dibahas sekaligus melakukan pendefinisian secara operasional. Penentuan sampel berisi mengenai masalah yang berkaitan dengan jumlah populasi, jumlah sampel yang diambil dan metode pengambilan sampel. Jenis dan sumber data adalah gambaran tentang jenis data yang digunakan untuk variabel penelitian. Metode analisis mengungkapkan bagaimana gambaran model analisis yang digunakan dalam penelitian.

### **BAB IV Hasil dan Pembahasan**

Bagian ini menjelaskan tentang diskripsi obyektif objek penelitian yang berisi penjelasan singkat obyek yang digunakan dalam penelitian. Analisis data dan pembahasan hasil penelitian merupakan bentuk yang lebih sederhana yang mudah dibaca dan mudah diinterpretasikan meliputi diskripsi objek penelitian, analisis penelitian, serta analisis data dan pembahasan. Hasil penelitian mengungkapkan interpretasi untuk memaknai implikasi penelitian.

### **BAB V Penutup**

Merupakan bab terakhir dari skripsi ini yang berisi kesimpulan dari hasil penelitian dan saran dari pembahasan. Saran yang diajukan berkaitan dengan

penelitian dan merupakan anjuran yang diharapkan dapat berguna bagi pihak-pihak yang memiliki kepentingan dalam penelitian.

## **BAB II**

### **TINJAUAN PUSTAKA**

#### **2.1 Landasan Teori**

Landasan teori ini menjelaskan teori-teori yang mendukung hipotesis serta sangat berguna dalam analisis hasil penelitian. Landasan teori berisi pemaparan teori serta argumentasi yang disusun sebagai tuntuan dalam memecahkan masalah penelitian serta perumusan hipotesis.

##### **2.1.1 Manajemen Keuangan**

Manajemen keuangan menyangkut kegiatan perencanaan, analisis dan kegiatan pengendalian kegiatan keuangan. Walaupun berbeda-beda dari suatu perusahaan dengan perusahaan lain tetapi semuanya memiliki dasar yang sama. Riyanto (2001:4) mendefinisikan manajemen keuangan sebagai keseluruhan aktivitas yang bersangkutan dengan usaha untuk mendapatkan dana dan menggunakan atau mengalokasikan dana tersebut. Pelaksana dari manajemen keuangan adalah manajer keuangan. Fungsi utama dari manajer keuangan adalah merencanakan, mencari dan memanfaatkan dana dengan berbagai cara untuk memaksimumkan efisiensi (daya guna) dari operasi-operasi perusahaan. Hal ini memerlukan pengetahuan akan pasar uang darimana modal diperoleh dan bagaimana keputusan-keputusan yang tepat di bidang keuangan harus dibuat dan efisiensi dalam operasi perusahaan dapat digalakkan. Manajer harus mempertimbangkan berbagai sumber-sumber

keuangan yang luas dan cara-cara menggunakan uang tersebut sewaktu melakukan pilihan.

Tujuan utama manajemen keuangan adalah memaksimumkan kekayaan pemegang saham. Tingkah laku pasar keuangan harus dipakai dalam menetapkan tujuan-tujuan perusahaan yang bersifat membela kepentingan pemegang saham.

Manajemen keuangan dalam kegiatannya harus mengambil keputusan tentang (Suad Husnan, 2000) :

1. Penggunaan dana, disebut sebagai keputusan investasi
2. Memperoleh dana, disebut sebagai keputusan pendanaan
3. Pembagian laba, disebut kebijakan deviden.

Keputusan investasi akan tercermin pada sisi aktiva perusahaan. Dengan demikian akan mempengaruhi struktur kekayaan perusahaan, yaitu perbandingan antara aktiva lancar dan aktiva tetap. Sebaliknya keputusan pendanaan dan kebijakan dividen akan tercermin dalam sisi pasiva perusahaan. Apabila hanya memperhatikan dana yang tertanam dalam jangka waktu lama maka perbandingan itu dikatakan sebagai struktur modal.

Keputusan pendanaan dan kebijakan dividen mempengaruhi struktur modal tersebut. Keputusan yang diambil oleh manajer keuangan tersebut ditunjukkan oleh nilai perusahaan. Nilai perusahaan pada dasarnya sama dengan nilai pasar saham ditambah nilai pasar hutang.

Apabila besarnya nilai hutang konstan maka setiap peningkatan nilai saham dengan sendirinya akan meningkatkan nilai perusahaan. Namun bila nilai hutang berubah maka struktur modal akan berubah pula. Perubahan dalam struktur modal akan menguntungkan bagi pemegang saham jika nilai perusahaan meningkat. Untuk itu penting bagi manajemen keuangan untuk memahami kondisi perusahaan dan lingkungan keuangan yang dihadapinya, dimana lingkungan keuangan merupakan faktor-faktor eksternal keuangan yang mempengaruhi keputusan keuangan yang diambil.

### **2.1.2 Teori Struktur Modal**

Dalam neraca perusahaan (*balance sheet*) yang terdiri dari sisi aktiva yang mencerminkan struktur kekayaan dan sisi pasiva sebagai struktur keuangan. Struktur modal sendiri merupakan bagian dari struktur keuangan yang dapat diartikan sebagai pembelanjaan permanen yang mencerminkan perimbangan antara hutang jangka panjang dengan modal sendiri. Struktur modal adalah perimbangan atau perbandingan antara jumlah hutang jangka panjang dengan modal sendiri (Bambang Riyanto, 2001). Menurut Weston dan Copeland (1996) struktur keuangan adalah cara bagaimana perusahaan membiayai aktiva dan dapat dilihat pada seluruh sisi kanan dari neraca yang terdiri dari hutang jangka pendek, hutang jangka panjang dan modal pemegang saham. Sedangkan struktur modal perusahaan adalah pembiayaan permanen yang terdiri dari hutang jangka panjang, saham preferen dan modal pemegang saham. Jadi, struktur modal suatu perusahaan hanya merupakan sebagian dari struktur keuangannya. Sedangkan menurut Van Horne dan

Wachowicz (1998) struktur modal adalah bauran (proporsi) pendanaan permanen jangka panjang perusahaan yang ditunjukkan oleh hutang, ekuitas saham preferen dan saham biasa.

Pemenuhan kebutuhan dana dapat diperoleh melalui internal perusahaan maupun secara eksternal. Bentuk pendanaan secara internal (*internal financing*) adalah laba ditahan dan depresiasi. Pemenuhan kebutuhan yang dilakukan secara eksternal dapat dibedakan menjadi pembiayaan hutang (*debt financing*) dan pendanaan modal sendiri (*equity financing*). Pembiayaan hutang dapat diperoleh dengan melalui pinjaman, sedangkan modal sendiri melalui penerbitan saham baru.

Teori struktur modal menjelaskan apakah ada pengaruh perubahan struktur modal terhadap nilai perusahaan (yang tercermin dari harga saham perusahaan), kalau keputusan investasi dan kebijakan deviden dipegang konstan. Dengan kata lain, seandainya perusahaan mengganti sebagian modal sendiri dengan hutang (atau sebaliknya) apakah harga saham akan berubah, apabila perusahaan tidak merubah keputusan-keputusan keuangan lainnya. Dengan kata lain, kalau perubahan struktur modal tidak merubah nilai perusahaan, berarti tidak ada struktur modal yang terbaik. Struktur modal yang dapat memaksimumkan nilai perusahaan, atau harga saham adalah struktur modal yang terbaik. Yang dimaksud dengan nilai perusahaan adalah harga yang bersedia dibayar oleh calon pembeli apabila perusahaan tersebut dijual (Suad Husnan, 2000). Teori mengenai struktur modal telah

banyak dibicarakan oleh para peneliti. Berikut ini akan diuraikan mengenai teori-teori tersebut.

#### **2.1.2.1 The Modigliani-Miller Model**

Teori mengenai struktur modal bermula pada tahun 1958, ketika Profesor Franco Modigliani dan Profesor Merton Miller ( yang selanjutnya disebut MM) mempublikasikan artikel keuangan yang paling berpengaruh yang pernah ditulis yaitu “*The Cost of capital, Corporation Finance, and The Theory of Invesment*”. MM membuktikan bahwa nilai suatu perusahaan tidak dipengaruhi oleh struktur modalnya (Brigham dan Houston, 2001). MM berpendapat bahwa dalam keadaan pasar sempurna maka penggunaan hutang adalah tidak relevan dengan nilai perusahaan, tetapi dengan adanya pajak maka hutang akan menjadi relevan (Modigliani dan Miller, 1960 dalam Hartono, 2003). Namun, studi MM didasarkan pada sejumlah asumsi yang tidak realistis, antara lain (Brigham dan Houston, 2001);

1. Tidak ada biaya broker (pialang)
2. Tidak ada pajak
3. Tidak ada biaya kebangkrutan
4. Para investor dapat meminjam dengan tingkat suku bunga yang sama dengan perseroan.
5. Semua investor mempunyai informasi yang sama seperti manajemen mengenai peluang investasi perusahaan pada masa mendatang
6. EBIT tidak dipengaruhi oleh penggunaan hutang.

Pada tahun 1963, MM menerbitkan makalah lanjutan yang berjudul *“Corporate Income Taxes and The Cost of Capital: A Correction”* yang melemahkan asumsi tidak ada pajak perseroan. Peraturan perpajakan memperbolehkan pengurangan pembayaran bunga sebagai beban, tetapi pembayaran deviden kepada pemegang saham tidak dapat dikurangkan. Perlakuan yang berbeda ini mendorong perusahaan untuk menggunakan hutang dalam struktur modalnya. MM membuktikan bahwa karena bunga atas hutang dikurangkan dalam perhitungan pajak, maka nilai perusahaan akan meningkat sejalan dengan makin besarnya jumlah hutang dan nilainya akan mencapai titik maksimum bila seluruhnya dibiayai dengan hutang (Brigham dan Houston, 2001).

Hasil studi MM yang tidak relevan juga tergantung pada asumsi bahwa tidak ada biaya kebangkrutan. Namun, dalam praktek, biaya kebangkrutan bisa sangat mahal. Perusahaan yang bangkrut mempunyai biaya hukum dan akuntansi yang sangat tinggi, serta sulit menahan pelanggan, pemasok dan karyawan. Masalah yang terkait kebangkrutan cenderung muncul apabila perusahaan menggunakan lebih banyak hutang dalam struktur modalnya (Brigham dan Houston, 2001). Apabila biaya kebangkrutan semakin besar, tingkat keuntungan yang disyaratkan oleh pemegang saham juga semakin tinggi. Biaya modal hutang juga akan semakin tinggi karena pemberi pinjaman akan membebankan bunga yang tinggi sebagai kompensasi kenaikan risiko kebangkrutan. Oleh karena itu, perusahaan akan terus menggunakan hutang apabila manfaat hutang (penghematan pajak dari



hutang) masih lebih besar dibandingkan dengan biaya kebangkrutan. Jika biaya kebangkrutan lebih besar dibandingkan dengan penghematan pajak dari hutang, perusahaan akan menurunkan tingkat hutangnya. Tingkat hutang yang optimal, dengan demikian modal yang optimal, terjadi pada saat tambahan penghematan pajak sama dengan tambahan biaya kebangkrutan (Mamduh M. Hanafi, 2003).

#### **2.1.2.2 The Trade Off Model**

Model *trade-off* mengasumsikan bahwa struktur modal perusahaan merupakan hasil *trade-off* dari keuntungan pajak dengan menggunakan hutang dengan biaya yang akan timbul sebagai akibat penggunaan hutang tersebut (Hartono, 2003). Esensi *trade-off theory* dalam struktur modal adalah menyeimbangkan manfaat dan pengorbanan yang timbul sebagai akibat penggunaan hutang. Sejauh manfaat lebih besar, tambahan hutang masih diperkenankan. Apabila pengorbanan karena penggunaan hutang sudah lebih besar, maka tambahan hutang sudah tidak diperbolehkan. *Trade-off theory* telah mempertimbangkan berbagai faktor seperti *corporate tax*, biaya kebangkrutan, dan *personal tax* dalam menjelaskan mengapa suatu perusahaan memilih struktur modal tertentu (Suad Husnan, 2000). Kesimpulannya adalah penggunaan hutang akan meningkatkan nilai perusahaan tetapi hanya pada sampai titik tertentu. Setelah titik tersebut, penggunaan hutang justru menurunkan nilai perusahaan (Hartono, 2003).

Walaupun model *trade-off theory* tidak dapat menentukan secara tepat struktur modal yang optimal, namun model tersebut memberikan kontribusi penting yaitu (Hartono, 2003);

1. Perusahaan yang memiliki aktiva yang tinggi, sebaiknya menggunakan sedikit hutang.
2. Perusahaan yang membayar pajak tinggi sebaiknya lebih banyak menggunakan hutang dibandingkan perusahaan yang membayar pajak rendah.

#### **2.1.2.3 Pecking Order Theory**

Teori ini dikenalkan pertama kali oleh Donaldson pada tahun 1961, sedangkan penamaan *pecking order theory* dilakukan oleh Myers pada tahun 1984. Teori ini disebut *pecking order* karena teori ini menjelaskan mengapa perusahaan akan menentukan hierarki sumber dana yang paling disukai. Secara ringkas teori tersebut menyatakan bahwa (Brealey and Myers, 1991 dalam Suad Husnan, 2000);

1. Perusahaan menyukai *internal financing* (pendanaan dari hasil operasi perusahaan).
2. Perusahaan mencoba menyesuaikan rasio pembagian deviden yang ditargetkan dengan berusaha menghindari perubahan pembayaran deviden secara drastis.
3. Kebijakan deviden yang relatif segan untuk diubah, disertai dengan fluktuasi profitabilitas dan kesempatan investasi yang tidak bisa diduga,

mengakibatkan bahwa dana hasil operasi kadang-kadang melebihi kebutuhan dana untuk investasi, meskipun pada kesempatan yang lain, mungkin kurang. Apabila dana hasil operasi kurang dari kebutuhan investasi, maka perusahaan akan mengurangi saldo kas atau menjual sekuritas yang dimiliki.

4. Apabila pendanaan dari luar (*external financing*) diperlukan, maka perusahaan akan menerbitkan sekuritas yang paling “aman” terlebih dahulu yaitu dimulai dengan penerbitan obligasi, kemudian diikuti oleh sekuritas yang berkarakteristik opsi (seperti obligasi konversi), baru akhirnya apabila masih belum mencukupi, saham baru diterbitkan.

Implikasi *pecking order theory* adalah perusahaan tidak menetapkan struktur modal optimal tertentu, tetapi perusahaan menetapkan kebijakan prioritas sumber dana (Laili Hidayati, et al, 2001). *Pecking order theory* menjelaskan mengapa perusahaan-perusahaan yang *profitable* (menguntungkan) umumnya meminjam dalam jumlah yang sedikit. Hal tersebut bukan karena perusahaan mempunyai *target debt ratio* yang rendah, tetapi karena memerlukan *external financing* yang sedikit. Sedangkan perusahaan yang kurang *profitable* cenderung mempunyai hutang yang lebih besar karena dana internal tidak cukup dan hutang merupakan sumber eksternal yang lebih disukai. Penggunaan dana eksternal dalam bentuk hutang lebih disukai daripada modal sendiri karena dua alasan; pertama, pertimbangan biaya emisi dimana biaya emisi obligasi akan lebih murah daripada biaya emisi saham baru. Hal ini disebabkan karena penerbitan

saham baru akan menurunkan harga saham lama. Kedua, manajer khawatir penerbitan saham baru akan ditafsirkan sebagai kabar buruk oleh para pemodal, dan membuat harga saham akan turun, hal ini disebabkan antara lain oleh kemungkinan adanya ketidaksamaan informasi antara pihak manajemen dengan pihak pemodal (Suad Husnan, 2000).

#### **2.1.2.4 Agency Theory**

Teori ini dikemukakan oleh Michael C. Jensen dan William H. Meckling pada tahun 1976. Menurut pendekatan ini, struktur modal disusun sedemikian rupa untuk mengurangi konflik antar berbagai kelompok kepentingan (Mamduh M. Hanafi, 2003). Manajemen merupakan agen dari pemegang saham, sebagai pemilik perusahaan. Para pemegang saham berharap agen akan bertindak atas kepentingan mereka sehingga mendelegasikan wewenang kepada agen. Untuk dapat melakukan fungsinya dengan baik, manajemen harus diberikan imbalan dan pengawasan. Pengawasan dapat dilakukan melalui cara-cara seperti pengikatan agen, pemeriksaan laporan keuangan, dan pembatasan terhadap keputusan yang dapat diambil manajemen. Kegiatan pengawasan membutuhkan biaya yang disebut dengan biaya agensi. Biaya agensi adalah biaya-biaya yang berhubungan dengan pengawasan manajemen untuk meyakinkan bahwa manajemen bertindak konsisten sesuai dengan perjanjian kontraktual perusahaan dengan kreditor dan pemegang saham (Van Horne dan Wachowicz, 1998).

Pada dasarnya *agency theory* adalah teori mengenai struktur kepemilikan perusahaan yang dikelola oleh manajer bukan pemilik, berdasarkan kenyataan bahwa manajer profesional bukan agen yang sempurna dari pemilik perusahaan, dengan demikian belum tentu selalu bertindak untuk kepentingan pemilik. Dengan kata lain, manajer sebagai manusia rasional dalam pengambilan keputusan perusahaan akan memaksimalkan kepuasan dirinya sendiri (Hidayati, et al. 2001). Jensen dan Meckling (1976) dalam Weston dan Copeland (1996) menyatakan bahwa masalah keagenan berhubungan dengan penggunaan ekuitas eksternal. Misalnya sebuah perusahaan yang semula dimiliki seluruhnya oleh satu orang, maka semua tindakannya hanya memperngaruhi posisinya sendiri. Jika pemilik yang juga manajer perusahaan itu menjual sebagian dari sahamnya kepada orang lain, maka akan timbul konflik kepentingan. Keuntungan sampingan yang dibayarkan kepada pemilik-manajer yang semula sepenuhnya dinikmati sendiri, sekarang dibayar sebagian kepada pemilik baru.

#### **2.1.2.5 Signaling Theory**

Isyarat atau *signal* adalah suatu tindakan yang diambil manajemen perusahaan yang memberi petunjuk bagi investor tentang bagaimana manajemen memandang prospek perusahaan. Perusahaan dengan prospek yang menguntungkan akan mencoba menghindari penjualan saham dan mengusahakan setiap modal baru yang diperlukan dengan cara-cara lain, termasuk penggunaan hutang yang melebihi target struktur modal yang

normal. Perusahaan dengan prospek yang kurang menguntungkan akan cenderung untuk menjual sahamnya, yang berarti mencari investor baru untuk berbagi kerugian. Pengumuman emisi saham oleh suatu perusahaan umumnya merupakan suatu isyarat (*signal*) bahwa manajemen memandang prospek perusahaan tersebut suram. Apabila suatu perusahaan menawarkan penjualan saham baru, lebih sering dari biasanya, maka harga sahamnya akan menurun karena menerbitkan saham baru berarti memberikan isyarat negatif yang kemudian dapat menekan harga saham sekalipun prospek perusahaan cerah (Brigham dan Houston, 2001).

#### **2.1.2.6 Asymmetric Information Theory**

Asymmetric information atau ketidaksamaan informasi menurut Brigham dan Houston (2001) adalah situasi dimana manajer memiliki informasi yang berbeda (yang lebih baik) mengenai prospek perusahaan daripada yang dimiliki investor. Ketidaksamaan informasi ini terjadi karena pihak manajemen mempunyai informasi yang lebih banyak daripada para pemodal (Suad Husnan, 2000). Dengan demikian, pihak manajemen mungkin berpikir bahwa harga saham saat ini sedang *overvalue* (terlalu mahal). Kalau hal ini yang diperkirakan terjadi, maka manajemen tentu akan berpikir untuk lebih baik menawarkan saham baru (sehingga dapat dijual dengan harga yang lebih mahal dari yang seharusnya). Tetapi pemodal akan menafsirkan kalau perusahaan menawarkan saham baru, salah satu kemungkinannya adalah harga saham saat ini sedang terlalu mahal (sesuai dengan persepsi pihak manajemen). Sebagai akibatnya para pemodal akan

menawar harga saham baru tersebut dengan harga yang lebih rendah. Oleh karena itu emisi saham baru akan menurunkan harga saham (Saidi, 2004.)

### **2.1.3 Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Modal Perusahaan**

Beberapa faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan yaitu tingkat pertumbuhan penjualan, stabilitas penjualan, karakteristik industri, struktur aktiva, sikap manajemen, dan sikap pemberi pinjaman (Weston dan Copeland, 1996). Menurut Weston dan Brigham (1997) faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan adalah stabilitas perusahaan, struktur aktiva, *leverage operasi*, tingkat pertumbuhan, profitabilitas, pajak, pengendalian, sikap manajemen, sikap pemberi pinjaman dan perusahaan penilai kredibilitas, kondisi pasar, kondisi internal perusahaan, dan fleksibilitas keuangan perusahaan. Suad Husnan (2000) menyatakan bahwa yang paling mempengaruhi struktur modal adalah lokasi distribusi keuntungan, stabilitas penjualan dan keuntungan, kebijakan deviden, pengendalian dana risiko kebangkrutan. Sedangkan menurut Bambang Riyanto (2001) faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal antara lain; tingkat bunga, stabilitas pendapatan, susunan aktiva, kadar risiko aktiva, besarnya jumlah modal yang dibutuhkan, keadaan pasar modal, sifat manajemen, besarnya suatu perusahaan.

Dalam penelitian ini, menggunakan variabel pertumbuhan aktiva (*growth of assets*), ukuran perusahaan (*size*), profitabilitas (*profitability*), dan

risiko bisnis (*business risk*) sebagai faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan.

#### **2.1.3.1 Pertumbuhan Aktiva (*Growth of Assets*)**

Perusahaan yang struktur assetnya fleksibel, cenderung menggunakan leverage yang fleksibel dimana adanya kecenderungan menggunakan leverage yang lebih besar daripada perusahaan yang struktur assetnya tidak fleksibel. Perusahaan dengan tingkat pertumbuhan yang cepat harus lebih banyak mengandalkan pada modal eksternal. *Floating cost* pada emisi saham biasa adalah lebih tinggi dibanding pada emisi obligasi. Dengan demikian perusahaan dengan tingkat pertumbuhan asset yang tinggi cenderung lebih banyak menggunakan hutang (obligasi) dibanding perusahaan yang lambat pertumbuhannya.

Asset merupakan aktiva yang digunakan untuk aktivitas operasional perusahaan. Semakin besar asset diharapkan semakin besar hasil operasi yang dihasilkan oleh perusahaan. Peningkatan asset yang diikuti peningkatan hasil operasi akan semakin menambah kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan. Dengan meningkatnya kepercayaan pihak luar terhadap perusahaan, maka proporsi hutang akan semakin besar dibandingkan modal sendiri. Hal ini didasarkan pada keyakinan kreditor atas dana yang ditanamkan kedalam perusahaan dijamin oleh besarnya asset yang dimiliki perusahaan (Robert Ang, 1997).



Disisi lain peningkatan proporsi hutang yang lebih besar daripada modal sendiri menunjukkan *debt to equity ratio* semakin besar. Dengan demikian pertumbuhan asset diprediksi berpengaruh positif terhadap struktur modal.

Hipotesis : Pertumbuhan Asset (*Growth of Assets*) berpengaruh positif terhadap struktur modal (*Debt to Equity Ratio*)

#### **2.1.3.2 Ukuran perusahaan (*firm size*)**

Ukuran perusahaan merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki oleh perusahaan (Saidi, 2004). Dalam penelitian ini, pengukuran terhadap ukuran perusahaan mengacu pada penelitian Saidi (2004), dan Dyah Sih Rahayu (2005), dimana ukuran perusahaan di-*proxy* dengan nilai logaritma natural dari total asset (*natural logarithm of asset*). Perusahaan yang lebih besar cenderung memiliki sumber permodalan yang lebih terdiversifikasi sehingga semakin kecil kemungkinan untuk bangkrut dan lebih mampu memenuhi kewajibannya, sehingga perusahaan besar cenderung mempunyai hutang yang lebih besar daripada perusahaan kecil (Rajan dan Zingales, 1995 dalam R. Agus Sartono dan Ragil Sriharto, 1999). Logaritma dari total assets dijadikan indikator dari ukuran perusahaan karena jika semakin besar ukuran perusahaan maka asset tetap yang dibutuhkan juga akan semakin besar.

Pendapat yang serupa dikemukakan oleh Titman dan Wessels (1988) dalam R. Agus Sartono dan Ragil Sriharto (1999), dimana perusahaan kecil

cenderung membayar biaya modal sendiri dan biaya hutang jangka panjang lebih mahal daripada perusahaan besar. Maka perusahaan kecil lebih menyukai hutang jangka pendek daripada meminjam hutang jangka panjang, karena biayanya lebih rendah. Beberapa penelitian yang pernah dilakukan antara lain oleh R. Agus Sartono (1999), Imam Ghozali dan Hendrajaya (2000), Mutaminah (2003), Saidi (2004) dan Dyah Sih Rahayu (2005) menemukan bahwa ukuran perusahaan berpengaruh positif secara signifikan terhadap struktur modal perusahaan.

Semakin besar ukuran perusahaan suatu perusahaan, maka kecenderungan untuk menggunakan dana eksternal juga akan semakin besar (Rajan dan Zingales, 1995 dalam Agus Sartono dan Ragil Srihartono, 1999). Hal ini dikarenakan perusahaan besar memiliki kebutuhan dana yang besar dan salah satu alternatif pemenuhan dananya adalah dengan menggunakan dana eksternal. Berdasarkan uraian diatas, dapat disimpulkan bahwa variabel ukuran perusahaan berpengaruh signifikan positif terhadap struktur modal.

Hipotesis : Ukuran Perusahaan (*size*) berpengaruh positif terhadap struktur modal (*Debt to Equity Ratio*)

#### **2.1.3.3 Profitabilitas (*profitability*)**

Profitabilitas menurut Saidi (2004) adalah kemampuan perusahaan dalam memperoleh laba. Semakin tinggi kemampuan memperoleh laba, maka semakin besar return yang diharapkan investor. Seringkali pengamatan menunjukkan bahwa perusahaan dengan tingkat pengembalian yang tinggi

atas investasi menggunakan hutang yang relatif kecil. Meskipun tidak ada pembenaran teoritis mengenai hal ini, namun penjelasan praktis atas kenyataan ini adalah bahwa perusahaan yang *profitable* tidak memerlukan banyak pembiayaan dengan hutang. Tingkat pengembaliannya yang sangat tinggi memungkinkan perusahaan tersebut untuk membiayai sebagian besar kebutuhan pendanaan mereka dengan dana yang dihasilkan secara internal (Brigham dan Houston, 2001).

Fungsi manajemen keuangan dalam kaitannya dengan profitabilitas akan membuat seorang manajer keuangan perlu membuat keputusan. Beberapa fungsi spesifik yang berkaitan dengan profitabilitas yaitu (Hampton, 1990) :

1. Pengaturan Biaya. Posisi manajer keuangan adalah memonitor dan mengukur jumlah uang yang dikeluarkan dan dianggarkan oleh perusahaan. Ketika terjadi kenaikan biaya, manajer dapat membuat rekomendasi yang diperlukan agar dapat dikendalikan.
2. Penentuan Harga. Manajer keuangan dapat mensuplai informasi mengenai harga, perubahan biaya serta *profit margin* yang diperlukan agar bisnis dapat berjalan lancar dan sukses.
3. Memproyeksi keuntungan. Manajer keuangan bertanggung jawab untuk mendapatkan dan menganalisis data relevan dan membuat proyeksi keuntungan perusahaan. Untuk memperkirakan keuntungan dari penjualan di masa yang akan datang, perusahaan perlu mempertimbangkan biaya saat ini serta kemungkinan kenaikan biaya dan

perubahan kemampuan perusahaan untuk menjual barang pada harga yang telah ditetapkan.

4. Mengukur keuntungan yang disyaratkan. Keuntungan yang disyaratkan harus diperkirakan dari proposal sebelum diterima. Kadang dikenal sebagai biaya modal.

Pada umumnya perusahaan lebih menyukai pendapatan yang mereka terima digunakan sebagai sumber utama dalam pembiayaan untuk investasi. Apabila sumber dari dalam perusahaan tidak mencukupi maka alternatif lain yang digunakan adalah dengan menggunakan hutang baru kemudian mengeluarkan saham baru sebagai alternatif terakhir untuk pembiayaan. Struktur modal perusahaan ini akan mencerminkan permintaan kumulatif untuk pembiayaan yang eksternal. Perusahaan yang dapat menghasilkan laba yang besar dengan tingkat pertumbuhan yang lambat akan mempunyai tingkat *debt to equity ratio* yang rendah jika dibanding dengan rata-rata industri yang ada. Di lain pihak perusahaan yang cukup menguntungkan dalam industri yang sama akan memiliki tingkat *debt to equity* (DER) yang relatif tinggi (Myers, 1984).

Meningkatnya *net profit margin* akan meningkatkan daya tarik pihak eksternal (investor dan kreditor), dan jika kreditor semakin tertarik untuk menanamkan dananya ke dalam perusahaan, sangat memungkinkan *debt to equity ratio* juga semakin meningkat (dengan asumsi peningkatan hutang relatif lebih tinggi daripada peningkatan modal sendiri). Dengan demikian,

hubungan antara NPM dan *debt to equity ratio* diharapkan mempunyai hubungan positif.

Hipotesis : Profitabilitas (*Profitability*) berpengaruh positif terhadap struktur modal (*Debt to Equity Ratio*)

#### **2.1.3.4 Risiko Bisnis (*Bussines Risk*)**

Risiko bisnis (*business risk*) adalah ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan kegiatan bisnisnya. Risiko bisnis merupakan risiko yang mencakup *intrinsik business risk*, *financial leverage risk*, dan *operating leverage risk* (Hamada dalam Saidi, 2004).

Perusahaan dengan risiko bisnis besar harus menggunakan hutang lebih kecil dibandingkan dengan perusahaan yang mempunyai risiko bisnis rendah. Hal ini disebabkan karena semakin besar risiko bisnis, penggunaan hutang besar akan mempersulit perusahaan dalam mengembalikan hutang mereka. Bayless dan Dillitz (1994) dalam Mutaminah (2003) menemukan hubungan negatif antara risiko perusahaan dengan hutang. Ferri dan Jones (1979) Mutaminah (2003) menemukan hubungan negatif antara income dengan hutang. Sementara Kole, Noe dan Ramirez (1991) Mutaminah (2003) menemukan hubungan antara level debt optimal dengan risiko bisnis.

Menurut Bringham dan Houston (2007) risiko bisnis atau seberapa berisiko saham perusahaan jika perusahaan tidak mempergunakan hutang. Secara konsep, perusahaan memiliki sejumlah risiko yang inheren di dalam operasinya : risiko ini merupakan risiko bisnis. Jika perusahaan menggunakan

hutang, maka secara tidak langsung, perusahaan akan membagi para investornya menjadi dua kelompok dan mengonsentrasikan sebagian besar risiko bisnisnya pada satu kelompok investor saja-pemegang saham biasa. Akan tetapi, para pemegang saham biasa akan menuntut adanya kompensasi karena mereka menanggung risiko yang lebih besar sehingga akan membutuhkan tingkat pengembalian yang lebih tinggi pula. Perbedaan risiko bisnis tidak hanya berasal dari satu industri ke industri yang lain saja, melainkan juga diantara perusahaan-perusahaan di dalam suatu industri tertentu.

Risiko bisnis tergantung sejumlah faktor, dimana faktor yang lebih penting akan dicantumkan di bawah ini (Brigham dan Houston, 2007) :

1. Variabilitas permintaan. Semakin stabil permintaan akan produk sebuah perusahaan, jika hal-hal lain dianggap konstan, maka semakin rendah risiko bisnisnya.
2. Variabilitas harga jual. Perusahaan yang produk-produknya dijual di pasar yang sangat tidak stabil terkena risiko bisnis yang lebih tinggi daripada perusahaan yang sama yang harga produknya lebih stabil.
3. Variabilitas biaya input. Perusahaan yang inputnya sangat tidak pasti akan terkena tingkat risiko bisnis yang tinggi.
4. Kemampuan untuk menyesuaikan harga output untuk perubahan-perubahan pada biaya input. Beberapa perusahaan memiliki kemampuan yang lebih baik daripada yang lain untuk menaikkan harga output mereka ketika biaya input naik. Semakin besar kemampuan melakukan

penyesuaian harga output untuk mencerminkan kondisi biaya, semakin rendah tingkat risikonya.

5. Kemampuan untuk mengembangkan produk-produk baru pada waktu yang tepat dan efektif dalam hal biaya. Perusahaan-perusahaan di bidang industri yang menggunakan teknologi tinggi seperti obat-obatan dan komputer tergantung pada arus konstan produk-produk baru. Semakin cepat produknya menjadi usang, semakin tinggi risiko bisnis perusahaan.
6. Eksposur risiko asing. Perusahaan yang menghasilkan sebagian besar labanya dari operasi luar negeri dapat terkena penurunan laba akibat fluktuasi nilai tukar. Begitu pula jika perusahaan beroperasi di wilayah yang secara politis tidak stabil, perusahaan dapat terkena risiko politik.
7. Komposisi biaya tetap: leverage operasi. Jika sebagian besar biaya adalah biaya tetap, sehingga akibatnya tidak mengalami penurunan ketika permintaan turun, maka perusahaan terkena tingkat risiko bisnis yang relatif tinggi.

Menurut Weston dan Brigham (1994) serta Husnan (1996), setiap perusahaan akan menghadapi risiko sebagai akibat dari dilakukannya kegiatan operasi perusahaan, baik itu risiko bisnis maupun risiko hutang yang harus digunakan oleh perusahaan. Risiko bisnis berhubungan dengan jenis usaha yang dipilih dari kondisi ekonomi yang dihadapi. Sehingga terdapat hubungan negatif dan signifikan antara risiko bisnis terhadap struktur modal.

Hipotesis : Risiko Bisnis (*Bussines Risk*) berpengaruh negatif terhadap struktur modal (*Debt to Equity Ratio*)

#### 2.1.4 Return Saham

Return saham adalah tingkat keuntungan yang dinikmati oleh pemodal atas suatu investasi saham yang dilakukan (Robert Ang, 1997). Setiap investasi baik jangka pendek maupun jangka panjang mempunyai tujuan utama untuk mendapatkan keuntungan yang disebut *return* baik langsung maupun tidak langsung. Return sendiri dapat berupa return realisasi (*actual return*) dan return ekspektasi (*expected return*). Return realisasi merupakan return yang telah terjadi dan dapat dihitung dengan data historis (Abdul Halim, 2005). Return ini penting karena di samping merupakan salah satu alat untuk mengukur kinerja keuangan perusahaan, juga digunakan sebagai dasar dalam penentuan return ekspektasi dan risiko di masa mendatang. Sedangkan return ekspektasi adalah return yang diharapkan nantinya akan diperoleh investor dari investasinya.

Komponen return saham terdiri dari 2 jenis, yaitu *capital gain* (keuntungan selisih harga saham) dan *current income* (pendapatan lancar).

##### 1. *Capital gain*

Merupakan keuntungan yang diterima karena adanya selisih nilai antara harga jual dan harga beli saham dari suatu instrument investasi, yang berarti bahwa instrument investasi harus diperdagangkan di pasar. Dengan adanya perdagangan maka akan timbul perubahan nilai suatu instrument investasi yang menghasilkan *capital gain* (Robert Ang, 1997).



## 2. *Current income*

Yaitu keuntungan yang diperoleh melalui pembayaran yang bersifat periodik, misalnya pembayaran bunga deposito, dividend, bunga obligasi dan sebagainya. *Current income* disebut pendapatan lancar karena keuntungan yang diterima biasanya dalam bentuk kas atau setara kas, sehingga dapat diuangkan secara cepat. Keuntungan dalam bentuk kas seperti bunga, jasa giro dan dividend tunai. Sedangkan keuntungan dalam bentuk setara kas seperti bonus saham dan dividend saham (Robert Ang, 1997).

Suad husnan (1998) membedakan pendapatan saham menjadi dua yaitu pendapatan dalam bentuk saham dan *capital gain* yang merupakan selisih antara harga jual dengan harga beli. Dalam teori portofolio mensyaratkan bahwa apabila risiko yang ditanggung oleh para pemegang saham meningkat maka saham tersebut akan memperoleh return saham yang besar. Jadi terdapat hubungan positif antara risiko dan return saham.

Jogiyanto (2003:16) membedakan return menjadi dua yaitu return realisasi (*realized return*) dan return ekspektasi (*expected return*). Return realisasi merupakan return yang sudah terjadi dan dihitung berdasarkan data historis. Return ini merupakan selisih harga sekarang dan harga sebelumnya secara relatif. Return realisasi penting untuk mengukur kinerja perusahaan dan sebagai penentu return dan risiko dimasa depan. Sedangkan return ekspektasi merupakan return yang diharapkan terjadi dimasa mendatang dan bersifat tidak pasti, dalam penelitian ini menggunakan konsep realisasi

(*actual return*) yang merupakan *capital gain* atau *capital loss* yaitu selisish antara harga saham pada saat ini dengan harga saham pada periode sebelumnya.

Harga saham merupakan nilai sekarang dari arus kas yang akan diterima oleh pemilik saham dikemudian hari. Harga saham pada hakikatnya merupakan pencerminan besarnya pengorbanan yang harus dilakukan oleh setiap investor untuk penyertaan dalam perusahaan. Harga saham juga dapat diartikan sebagai harga yang dibentuk dari interaksi para penjual dan pembeli saham yang dilatarbelakangi oleh harapan profit perusahaan, untuk itu investor memerlukan informasi yang berkaitan dengan pembentukan harga saham tersebut dalam mengambil keputusan untuk menjual atau membeli saham. Harga saham yang dipakai dalam penelitian ini adalah harga pasar saham pada saat penutupan (harga penutupan) (Abdul halim, 2003:12).

Semakin besar DER menandakan struktur pendanaan usaha lebih banyak memanfaatkan hutang-hutang relative terhadap ekuitas. Semakin besar DER mencerminkan risiko perusahaan yang relatif tinggi akibatnya para investor cenderung menghindari saham-saham yang memiliki nilai DER yang tinggi. Penggunaan hutang oleh suatu perusahaan akan membuat risiko yang ditanggung pemegang saham meningkat. Peningkatan beban terhadap kreditur akan menunjukkan sumber modal perusahaan sangat tergantung dari pihak eksternal, sehingga mengurangi minat investor dalam menanamkan dananya di perusahaan yang bersangkutan. Penurunan minat investor dalam menanamkan dananya ini akan berdampak pada penurunan harga saham

perusahaan, sehingga return perusahaan juga semakin menurun (Ang, 1997). Dengan demikian dapat disimpulkan bahwa rasio DER memiliki pengaruh negatif dan signifikan terhadap return saham.

Hipotesis : Struktur Modal (*Debt to Equity Ratio*) berpengaruh negatif terhadap return saham.

## **2.2 Penelitian Terdahulu**

Penelitian yang berhubungan dengan struktur modal telah dilakukan oleh para peneliti sebelumnya. Berikut ini akan diuraikan beberapa penelitian terdahulu mengenai struktur modal.

Penelitian yang dilakukan oleh Saidi (2004) tentang faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal dengan menggunakan variabel independen antara lain : ukuran perusahaan, risiko bisnis, pertumbuhan asset, profitabilitas dan struktur kepemilikan, menghasilkan suatu temuan yang menyatakan bahwa secara simultan, semua variabel independen berpengaruh terhadap struktur modal. Namun, secara parsial hanya variabel risiko bisnis (*business risk*) berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal.

Titik Indrawati dan Suhendro (2006) dalam penelitiannya yang berjudul “*Determinasi Capital Structure pada Perusahaan Manufaktur di Bursa Efek Jakarta Periode 2000-2004*” meneliti hubungan antara beberapa variabel yaitu: *size*, profitabilitas (NOI dan ROA), *growth*, *ownership* terhadap struktur modal. Hasil penelitian ini menyatakan bahwa *size* dan *profitability*

berpengaruh terhadap struktur modal. Sedangkan *growth* dan *ownership structure* tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Penelitian mengenai struktur modal juga dilakukan oleh Fitri Santi (2003) dengan judul “*Determinants of Indonesian Firm’s Capital Structure: Panel Data Analyses*”. Penelitian ini memberikan hasil bahwa variabel *tangibility*, *growth opportunity*, *size*, dan *profitability* berpengaruh terhadap struktur modal.

R. Agus Sartono dan Ragil Sriharto (1999) dalam penelitiannya yang berjudul Faktor-Faktor Penentu Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia, berusaha menganalisis variabel-variabel apa saja yang berpengaruh terhadap struktur modal. Penelitian ini memberikan hasil bahwa variabel *size*, dan *growth* berpengaruh positif dan signifikan terhadap struktur modal. Sedangkan variabel *tangibility of assets*, *growth opportunities*, dan *uniqueness* tidak berpengaruh terhadap struktur modal.

Kemudian, Laili Hidayati, Imam Ghozali, dan Dwisetio Poerwono (2001) dalam penelitiannya yang berjudul “Analisis Faktor-faktor yang Mempengaruhi Struktur Keuangan Perusahaan Manufaktur yang Go Public di Indonesia” mencoba melakukan penelitian mengenai struktur modal. Hasil dari penelitian ini menyatakan bahwa variabel *firm size* dan *profitability* berpengaruh signifikan negatif terhadap faktor *leverage*, *fixed assets ratio* berpengaruh positif dan signifikan terhadap faktor *leverage*. Sedangkan variabel lainnya tidak terbukti mempengaruhi struktur keuangan.

Penelitian yang dilakukan oleh Moh'd et al. (1998) berjudul "*The Impact of Ownership Struture on Corporate Debt Policy: a Time series Cross-Sectional Analysis*" bertujuan untuk mngetahui pengaruh *agency cost* dan kepemilikan terhadap struktur modal suatu perusahaan. Sampel diambil selama 18 tahun pengamatan. Penelitian ini menggunakan ratio hutang sebagai variabel dependen, yang dirumuskan sebagai nilai buku dari hutang jangka panjang dibagi jumlah nilai buku hutang jangka panjang ditambah nilai pasar ekuitas. Variabel independen dari penelitian ini terdiri atas 10 macam variabel yang dinilai berpengaruh (merepresentasikan *agency costs*) yaitu: *ownership structure, dividend payments, growth opportunities, firm size, assets structure, asset risk, profitability, tax rate, non debt tax shields* dan *uniqueness*. Hasilnya, variabel *ownership structure, dividen payments, growth opportunities, profitability, uniqueness* berpengaruh negatif dan signifikan, sedangkan variabel lain berpengaruh positif dan signifikan. Model yang digunakan adalah *Time-Series Cross-Sectional Regression (TSCS)*.

Ali Kesuma dalam penelitiannya tentang struktur modal dan harga saham (2009) yang berjudul "Analisis Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan Real Estate yang go public di BEI", menghasilkan kesimpulan bahwa struktur modal berpengaruh tidak signifikan terhadap harga saham.

Penelitian tentang struktur modal juga dilakukan oleh Sartono dan Sriharto (1999). Penelitian ini menganalisis faktor-faktor yag mempengaruhi

struktur modal perusahaan manufaktur di Indonesia. Hasil yang diperoleh bahwa ukuran perusahaan, profitabilitas dan pertumbuhan mempengaruhi secara kuat struktur modal di Indonesia.

Ulupui dalam penelitiannya (2005) yang berjudul “Analisis pengaruh risiko likuiditas, leverage, aktivitas, dan profitabilitas terhadap return saham (studi pada perusahaan makanan dan minuman dengan kategori industri barang konsumsi di BEJ)” menghasilkan kesimpulan DER berpengaruh positif tidak signifikan terhadap return saham dan total Asset Turnover.

Wahidahwati (2002) memfokuskan dalam meneliti kebijakan hutang perusahaan manufaktur yang listed di Bursa Efek Jakarta pada periode 1995-1996 dengan sampel 61 perusahaan dengan menggunakan variable independen yaitu: *managerial ownership*, *institutional ownership*, *size*, *dividend*, *assets*, *earning volatility* dan *stock volatility*. Hasil yang diperoleh bahwa manajerial (*managerial ownership*) dan kepemilikan institusional (*institutional ownership*) memiliki hubungan signifikan negatif kepada kebijakna huang. Pengujian menggunakan alat analisis *multiple regression*.

**Tabel 2.1**  
**Ringkasan Penelitian Terdahulu**

No	Judul / Peneliti (tahun)	Variabel	Alat Analisis	Hasil
1.	Faktor-faktor yang mempengaruhi struktur modal pada perusahaan manufaktur yang go public di BEJ tahun 1997-2002/ Saidi (2004)	Ukuran perusahaan ( <i>size</i> ), risiko bisnis ( <i>business risk</i> ), pertumbuhan asset ( <i>growth of assets</i> ), profitabilitas ( <i>profitability</i> ), struktur kepemilikan ( <i>ownership structure</i> )	Regresi linier berganda	Secara simultan, semua variabel independen berpengaruh terhadap struktur modal. Secara parsial, hanya variabel risiko bisnis ( <i>business risk</i> ) yang berpengaruh tidak signifikan terhadap struktur modal
2.	Determinasi Capital Structure pada Perusahaan Manufaktur di	Total asset ( <i>size</i> ), profitabilitas (NOI dan ROA). <i>Growth</i> ,	Ordinary Least Square	Total asset ( <i>size</i> ), <i>profitability</i> (NOI dan ROA) berpengaruh

	<p>Bursa Efek Jakarta</p> <p>Periode 2000-2004 /</p> <p>Titik Indrawati,</p> <p>Suhendro (2006)</p>	<p><i>ownership:</i></p> <p>internal/eksternal.</p>		<p><i>leverage. Size</i></p> <p>berpengaruh</p> <p>positif dan</p> <p>profitabilitas</p> <p>berpengaruh</p> <p>negatif terhadap</p> <p><i>leverage. Growth</i></p> <p>dan <i>ownership</i></p> <p><i>structure</i> tidak</p> <p>berpengaruh.</p>
3.	<p>Determinant of</p> <p>Indonesian Firms'</p> <p>Capital Struture:</p> <p>Panel Data</p> <p>Analyses / Fitri</p> <p>Santi (2003)</p>	<p><i>Tangibility,</i></p> <p><i>growth</i></p> <p><i>opportunity, size,</i></p> <p><i>profitability.</i></p> <p>Dependen: <i>capital</i></p> <p><i>structure</i></p> <p><i>(leverage)</i></p>	<p>GLS</p> <p>Regression</p>	<p><i>Tangibility,</i></p> <p><i>growth</i></p> <p><i>opportunity,</i></p> <p><i>size,dan</i></p> <p><i>profitability</i></p> <p>berpengaruh</p> <p>terhdap struktur</p> <p>modal.</p> <p><i>Tangibility</i> dan</p> <p><i>size</i> berpengaruh</p> <p>positif sedangkan</p> <p>profiability dan</p>



				<i>growth</i> berpengaruh negatif terhadap <i>leverage</i>
4.	Faktor-faktor Penentu Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia / R. Agus sartono, Ragil Sriharto (1999)	<i>Tangibility,</i> <i>investment</i> <i>opportunity, firm</i> <i>size, profitability,</i> <i>growth,</i> <i>uniqueness.</i>	Ordinary Least square	<i>size dan growth</i> berpebgaruh positif, sedangkan profitability berpengaruh nagatif terhadap struktur modal. Sedangakn faktor lainnya tidak berpengaruh terhadap struktur modal
5.	Analisis faktor- faktor yang mempengaruhi struktur Keuangan perusahaan manufaktur yang go	<i>Fixed asset ratio,</i> <i>market to book</i> <i>ratio, firm size,</i> <i>corporate tax</i> <i>rate, non debt tax</i> <i>shields ratio,</i>	Regresi linier berganda dengan metode least	Firm size dan pofitability berpebgaruh <i>signifikan</i> negaif terhadap faktor leverage. Fixed

	public di indonesia / Laili Hidayati et al (2001)	<i>profitability, firm age, volatility dan asset uniqueness.</i>	squares (OLS) regression	asset ratio berpengaruh positif dan signifikan terhadap faktor <i>leverage</i> . Sedangkan variabel lainnya tidak terbukti mempengaruhi struktur keuangan.
6.	The Impact of Ownership Structure on Corporate Debt Policy: a Time- Series Cross- Sectional Analysis/ Moh'd et al. (1998)	Independen: <i>Ownership structure, dividend payment, growth opportunities, firm size, asset structure, asset risk, profitability, tax rate, non-debt</i>	Time- Series Cross- Sectional Regression (TSCS)	<i>Ownership structure, dividend payment, growth opportunities, profitability, uniqueness berpengaruh negatif dan signifikan,</i>

		<i>tax shields dan uniqueness.</i>  Dependen: <i>Capital Structure</i>		sedangkan variabel lain berpengaruh positif dan signifikan.
7.	Analisis Faktor Yang Mempengaruhi Struktur Modal Serta Pengaruhnya Terhadap Harga Saham Perusahaan Real Estate yang go public di BEI.  Ali Kesuma (2009)	Pertumbuhan penjualan, struktur akiva, profitabilitas, rasio hutang, struktur modal, harga saham	Structural equation modeling	Pertumbuhan penjualan, dan rasio hutang berpengaruh signifikan terhadap struktur modal, profitabilitas berpengaruh tidak signifikan terhadap strukur modal, pertumbuhan penjualan, struktur aktiva, rasio hutang, struktur modal

				berpengaruh tidak signifikan terhadap harga saham, profit berpengaruh signifikan terhadap harga saham.
8.	Faktor-faktor Penentu Struktur Modal Perusahaan Manufaktur di Indonesia/ Sartono dan Sriharto (1999).	Independen: <i>Tangibility,</i> <i>Investment,</i> <i>Opportunity,</i> <i>Profitability,</i> <i>Growth, Real Sales,</i> <i>Uniqueness.</i>  Dependen: Struktur Modal	OLS	Ukuran Perusahaan, Profitabilitas, Pertumbuhan mempengaruhi Struktur Modal di Indonesia.
9.	Analisis pengaruh risiko likuiditas, leverage, aktivitas, dan profitabilitas	CR, ROA, DER, Total asset Turnover dan	Regresi Berganda	Current ratio dan return on asset berpengaruh positif signifikan

	terhadap return saham (studi pada perusahaan makanan dan minuman dengan kategori industri barang konsumsi di BEJ)  Ulupui. (2005)	return saham		terhadap return saham, DER berpengaruh positif tidak signifikan terhadap return saham dan total <i>Asset Turnover</i> berpengaruh negatif tidak signifikan terhadap return saham.
10.	Pengaruh Kepemilikan Manajerial dan Kepemilikan Institusional pada Kebijakan Hutang Perusahaan: Sebuah Agency Theory/ Wahidahwati	Independen: <i>managerial ownership, dividen, Institutional Ownership, firm size, assets structure, earning volatility, stock</i>	Multiple Regression	Manajerial dan kepemilikan institusional signifikan negatif kepada kebijakna hutang. Variabel lain seperti kebijakan deviden tidak menunjukkan

	(2002).	<i>volatility</i> ,  Dependen: <i>Debt ratio</i> .		pengaruh atau  dengan kata lain  tidak signifikan.
--	---------	--	--	--

Sumber : Jurnal Yang Telah Dipublikasikan

Penelitian ini merupakan lanjutan dari penelitian terdahulu. Perbedaan antara penelitian yang akan dilakukan dan penelitian terdahulu terletak pada :

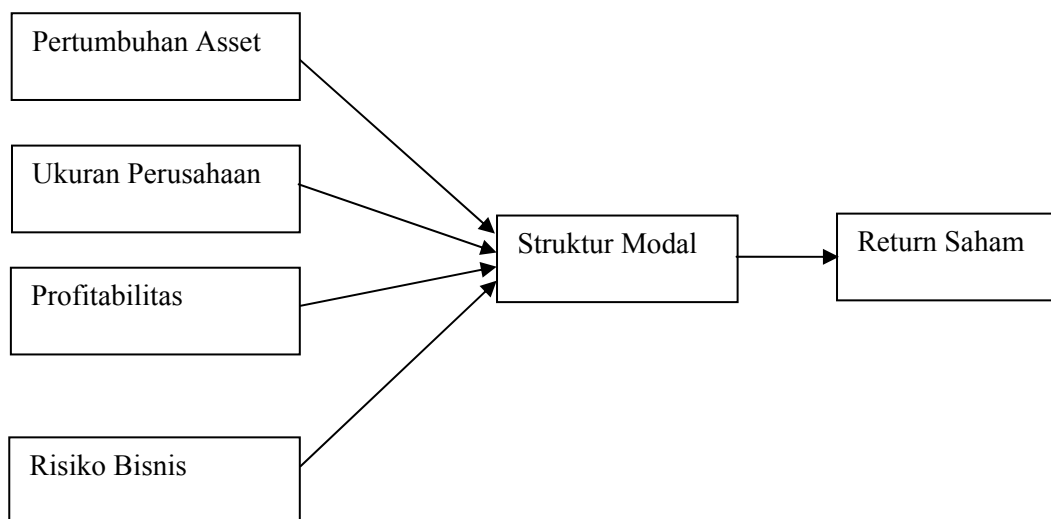
1. Periode pengamatan yang digunakan yaitu tahun 2006-2008.
2. Sampel perusahaan yang digunakan yaitu perusahaan manufaktur yang go public di Bursa Efek Indonesia pada sektor *food and beverages*.

### 2.3 Kerangka Pemikiran

Variabel penelitian ini terdiri dari dua variabel yaitu variabel dependen (eksogen) dan variabel independen (endogen). Variabel dependen dalam hal ini adalah return saham dan struktur modal perusahaan yang diproksi dengan DER. Variabel independen dalam penelitian ini berupa pertumbuhan aktiva (*growth of assets*), ukuran perusahaan (*size*), profitabilitas (*profitability*), dan risiko bisnis (*business risk*) sebagai faktor yang mempengaruhi struktur modal perusahaan.

Berdasarkan landasan teori, tujuan penelitian dan hasil penelitian sebelumnya serta permasalahan yang telah dikemukakan, maka sebagai dasar untuk merumuskan hipotesis, berikut disajikan kerangka pemikiran yang dituangkan dalam model penelitian pada gambar 2.1. Kerangka pemikiran tersebut, menunjukkan pengaruh variabel independen baik secara parsial maupun simultan terhadap struktur modal perusahaan manufaktur yang listing di BEI.

**Gambar 2.1**  
**Kerangka Pemikiran Teoritis**



## 2.4 Hipotesis

Hipotesis yang diajukan dalam penelitian ini merupakan pernyataan singkat yang disimpulkan dari tinjauan pustaka dan merupakan uraian sementara dari permasalahan yang perlu diujikan kembali. Suatu hipotesis

akan diterima jika hasil analisis data empiris membuktikan bahwa hipotesis tersebut benar, begitu pula sebaliknya.

- H 1 : Pertumbuhan Asset (*Growth of Assets*) berpengaruh positif terhadap struktur modal (*Debt to Equity Ratio*)
- H 2 : Ukuran Perusahaan (*size*) berpengaruh positif terhadap struktur modal (*Debt to Equity Ratio*)
- H 3 : Profitabilitas (*Profitability*) berpengaruh positif terhadap struktur modal (*Debt to Equity Ratio*)
- H 4 : Risiko Bisnis (*Bussines Risk*) berpengaruh negatif terhadap struktur modal (*Debt to Equity Ratio*)
- H5 : Struktur Modal (*Debt to Equity Ratio*) berpengaruh negatif terhadap return saham.



## **BAB III**

### **METODE PENELITIAN**

#### **3.1. Variabel Penelitian dan Definisi Operasional**

Variabel-variabel penelitian yang terdapat dalam penelitian ini terdiri dari:

1. Variabel Endogen (dependen), yaitu variabel yang dipengaruhi oleh variabel eksogen dalam model baik secara langsung maupun tidak langsung (Ferdinand, 2006).

- a. Struktur Modal

Merupakan ratio untuk mengukur kemampuan perusahaan dalam mengembalikan biaya hutang melalui modal sendiri yang dimilikinya yang diukur melalui hutang dan total modal (*equity*).

Dihitung dengan formulasi sebagai berikut (Ang, 1997) :

$$DER = \frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$$

Dimana :

Total Debt : Total Hutang

Total Equity : Total Ekuitas

- b. Return Saham

Merupakan perbandingan antara harga saham sekarang ( $p_t$ ) minus periode sebelumnya ( $p_{t-1}$ ) terhadap harga saham sebelumnya ( $p_{t-1}$ )

Return saham dihitung dengan menggunakan rumus (Ang, 1997):

$$\frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

Dimana :

$P_t$  : harga saham pada periode t

$P_{t-1}$  : harga saham atau nilai pada periode sebelumnya

2. Variabel Eksogen (independen), yaitu variabel yang mempengaruhi nilai dari variabel lain dalam model (Ferdinand, 2006) . Variabel independen dalam penelitian ini adalah :

a. Pertumbuhan Asset (*Growth of Assets*)

Merupakan perubahan asset perusahaan yang diukur berdasarkan perbandingan antara total asset periode sekarang (asset t) minus periode sebelumnya (asset t-1) terhadap total asset periode sebelumnya (asset t-1), mengacu pada penelitian Saidi (2004) maka diformulasikan sebagai berikut :

$$\frac{\text{Total Asset}_t - \text{Total Asset}_{t-1}}{\text{Total Asset}_{t-1}}$$

b. Ukuran Perusahaan (Size)

Merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki perusahaan. Dalam penelitian ini ukuran perusahaan di-*proxy* dengan nilai logaritma natural dari total asset mengacu pada penelitian Saidi (2004), diformulasikan sebagai berikut :

$$\text{Size} = \text{Ln Total Asset}$$

c. Profitabilitas (*profitability*)

*Profitability* adalah hasil bersih dari serangkaian kebijakan dan keputusan (Brigham dan Houston, 2001). Rasio profitabilitas terdiri dari dua jenis rasio yang menunjukkan laba dalam hubungannya dengan penjualan dan rasio yang menunjukkan efektivitas dengan investasinya. Kedua rasio ini secara bersama-sama menunjukkan efektivitas rasio profitabilitas dalam hubungannya antara penjualan dengan laba. Pada penelitian ini rasio yang digunakan adalah *Net Profit Margin* (NPM). *Net Profit Margin* (NPM) atau Margin Laba Bersih merupakan keuntungan penjualan setelah menghitung seluruh biaya dan pajak penghasilan. Margin ini menunjukkan perbandingan laba bersih setelah pajak dengan penjualan (Martono dan Agus Harjito, 2005).

$$\text{Net Profit Margin} = \frac{\text{Laba Bersih setelah Pajak}}{\text{Penjualan Bersih}}$$

d. Risiko Bisnis (*business risk*)

Business risk adalah ketidakpastian yang dihadapi perusahaan dalam menjalankan kegiatan bisnisnya. Business risk merupakan tingkat volatilitas pendapatan yang tinggi dari perusahaan yang akan mempunyai profitabilitas kebangkrutan yang tinggi. Semakin tinggi risiko suatu perusahaan akan menurunkan hutang. Risiko bisnis dalam penelitian ini diberi lambang BRISK. Proksi risiko bisnis diukur dengan standar deviasi EBIT dibagi total asset (Titman & Wessels, 1988). Perusahaan yang mempunyai pendapatan yang stabil akan

mampu memenuhi kewajibannya tanpa perlu menanggung suatu risiko kegagalan (Chang & Rhee, 1990).

$$BRISK = \frac{CEBIT}{Total Asset}$$

Ringkasan variabel penelitian dan definisi operasi dalam penelitian ini, sebagaimana terlihat pada tabel berikut :

**Tabel 3.1**

**Ringkasan Variabel Penelitian dan Definisi Operasional**

Variabel	Definisi Operasional	Pengukuran	Skala
Dependen (Y1)  Struktur Modal	Diproksi dengan <i>Debt to Equity Ratio</i> (DER), yang menggambarkan proporsi hutang dibanding total ekuitas.	DER = $\frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Equity}}$	Rasio
Dependen (Y2)  Return Saham	Return Saham yang diukur berdasarkan perbandingan antara harga saham sekarang ( $p_t$ ) minus periode sebelumnya ( $p_{t-1}$ ) terhadap harga saham sebelumnya ( $p_{t-1}$ )	$\frac{p_t - p_{t-1}}{p_{t-1}}$	Rasio
Independen (X1)  Pertumbuhan Asset ( <i>growth of assets</i> )	Perubahan asset perusahaan yang diukur berdasarkan perbandingan antara total asset periode sekarang ( $asset_t$ ) minus periode sebelumnya ( $asset_{t-1}$ ) terhadap total asset	$\frac{Asset_t - Asset_{t-1}}{Asset_{t-1}}$	Rasio

	periode sebelumnya		
Independen (X2)  Ukuran perusahaan ( <i>size</i> )	Merupakan ukuran atau besarnya asset yang dimiliki perusahaan. Dalam penelitian ini ukuran perusahaan di- <i>proxy</i> dengan nilai logaritma natural dari total asset.	$SIZE = \ln Total Asset$	
Independen (X3)  Kemampulabaan ( <i>profitability</i> )	Kemampulabaan diukur dengan perbandingan laba bersih setelah pajak dengan penjualan.	$NPM = \frac{Laba\ Bersih\ setelah\ Pajak}{Penjualan\ Bersih}$	Rasio
Independen (X4)  Risiko Bisnis	Proksi risiko bisnis diukur dengan standar deviasi EBIT dibagi total asset	$BRISK = \frac{\sigma EBIT}{Total Asset}$	Rasio

Sumber : Konsep Penelitian Yang Diolah Dari Berbagai Buku dan Jurnal

### 3.2. Jenis dan Sumber Data

Jenis data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data sekunder yaitu data yang diperoleh dalam bentuk yang sudah jadi, sudah dikumpulkan dan diolah oleh pihak lain, biasanya sudah dalam bentuk publikasi (Supranto, 1994: 11). Penelitian ini menggunakan data sekunder yang bersumber dari laporan keuangan perusahaan manufaktur yang listed di Bursa Efek Indonesia (BEI) periode 2006-2008 pada sektor *food and beverage* yang diterbitkan

oleh *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2008 dan 2009 yang memuat data laporan keuangan perusahaan tahun 2006-2008.

Pengumpulan data dilakukan secara polling data (*time series cross sectional*). Polling data dilakukan dengan cara menjumlahkan perusahaan-perusahaan yang memenuhi kriteria selama periode pengamatan yaitu tahun 2006-2008. Berupa data polling untuk semua variabel yaitu *Debt to Equity Ratio*, *NPM*, *Total Assets*, *Earning Before Interest and Tax* (EBIT), Total Hutang, Total Modal Sendiri, dan *closing price* yang diperoleh dari *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD).

### **3.3. Populasi dan Penentuan Sampel**

#### **a. Populasi**

Populasi adalah kumpulan seluruh elemen sejenis, tetapi dapat dibedakan satu sama lain (Supranto, 1994: 15). Populasi dalam penelitian ini adalah seluruh perusahaan manufaktur yang terdaftar pada Bursa Efek Indonesia (BEI) pada sektor *food and beverage* pada tahun 2006-2008. Pemilihan perusahaan manufaktur karena perusahaan pada industri ini merupakan emiten pada Bursa Efek Indonesia dengan prosentase jumlah terbanyak 194 perusahaan. Dengan jumlah populasi perusahaan manufaktur pada sektor *food and beverage* sebanyak 18 perusahaan.

#### **b. Sampel**

Pengambilan sampel dengan teknik *non random sampling* yaitu cara pengambilan sampel yang tidak semua anggota populasi diberi kesempatan

untuk dipilih menjadi sampel. Salah satu teknik pengambilan sampling yang termasuk dalam *non random sampling* adalah *purposive sampling*. Pada penelitian ini pengambilan sampel dilakukan dengan melakukan pendekatan melalui metode *purposive sampling*, yaitu pengambilan yang berdasarkan pertimbangan tertentu dimana syarat yang dibuat sebagai kriteria yang harus dipenuhi oleh sampel dengan tujuan untuk mendapatkan sampel yang *representative* (Sugiyono, 2004).

Dalam penelitian ini sampel yang diambil dari populasi dilakukan dengan *purposive sampling* didasarkan pada beberapa kriteria yaitu:

- 1) Terdaftar di Bursa Efek Indonesia sebagai emiten hingga akhir tahun 2008.
- 2) Perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia adalah perusahaan manufaktur.
- 3) Saham emiten aktif diperdagangkan selama periode pengamatan yaitu tahun 2006 sampai dengan tahun 2008.
- 4) Merupakan perusahaan manufaktur pada sektor *food and beverage*.
- 5) Mempublikasikan laporan keuangan periodik selama periode pengamatan dari tahun 2006 hingga tahun 2008 dengan lengkap.

Dari populasi sebanyak 18 perusahaan manufaktur pada sektor food and beverage yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia, diperoleh sebanyak 15 perusahaan yang memenuhi kriteria sebagai sampel.

### **3.4. Metode Pengumpulan Data**

Data yang dikumpulkan dalam penelitian ini dengan menggunakan metode :

1. Metode Studi Pustaka, yaitu dengan melakukan telaah pustaka, eksplorasi dan mengkaji berbagai literatur pustaka seperti majalah, jurnal dan sumber-sumber lain yang berkaitan dengan penelitian.
2. Metode Dokumentasi, yaitu dengan cara mengumpulkan, mencatat, dan mengkaji data sekunder yang berupa laporan keuangan perusahaan manufaktur sektor *food and beverage* yang *go public* di BEI periode tahun 2006-2008 yang termuat dalam *Indonesian Capital Market Directory* (ICMD) tahun 2008 dan 2009.

### **3.5. Metode Analisis**

Teknik analisis yang digunakan dalam penelitian ini yaitu Analisis Jalur (*Path Analysis*), dengan alasan bahwa Analisis Jalur merupakan pengembangan dari model regresi yang digunakan untuk menguji kesesuaian (fit) dari matrik korelasi dari dua atau lebih model yang dibandingkan oleh si peneliti (Iman Ghozali, 2005). Software yang digunakan untuk mengolah data adalah *Analysis of Moment Structure*, versi 5.0 (AMOS) 5.0.

Dalam pengujian model penelitian dengan menggunakan Analisis Jalur, terdapat 7 langkah yang harus ditempuh dalam Analisis Jalur (Ferdinand, 2006) yaitu:



## 1. Langkah Pertama : Pengembangan Model Berbasis Teori

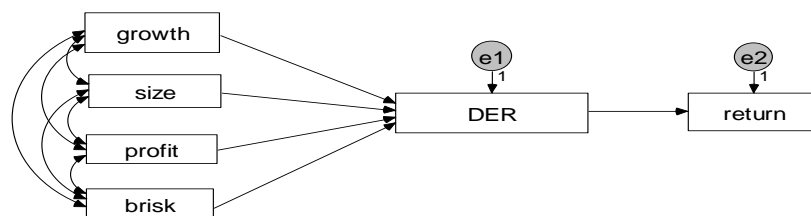
Model teoritis dalam penelitian ini dikembangkan dengan berpijak pada telaah teori yang kuat dan telah dapat dilihat dalam bab II. Model dalam penelitian ini memaparkan hubungan kausal antara konstruk pertumbuhan asset (*growth of asset*), ukuran perusahaan (*size*), profitabilitas (*profitability*), risiko bisnis (*bussines risk*), struktur modal, dan return saham.

## 2. Langkah Kedua : Pengembangan diagram alur (*Path diagram*)

Diagram alur atau *path diagram* untuk pengujian model penelitian dikembangkan berdasarkan telaah teori dan mengacu pada model teoritis diatas. Diagram alur yang dikembangkan dalam penelitian ini ditampilkan dalam gambar dibawah ini.

**Gambar 3.1**

**Diagram Alur Hubungan Kausal Antara pertumbuhan asset,  
ukuran perusahaan, profitabilitas, risiko bisnis,  
struktur modal, dan return saham.**



### 3. Langkah Ketiga : Mengkonversi Diagram Alur ke Dalam Persamaan Struktural

Persamaan-persamaan struktural yang dikembangkan berdasarkan diagram alur pada gambar 3.2 diatas, disajikan pada tabel dibawah ini.

**Tabel 3.2**

**Persamaan struktural**

Variabel eksogen	Variabel endogen
Growth of asset ( $X_1$ ) = $\beta_1 X_1$	DER ( $Y_1$ ) = $\beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + z_1$
Size ( $X_2$ ) = $\beta_2 X_2$	Return saham ( $Y_2$ ) = $\beta_5 Y_1 + z_2$
Profit ( $X_3$ ) = $\beta_3 X_3$	
Brisk ( $X_4$ ) = $\beta_4 X_4$	

Keterangan :

$\beta$  = *Regression Weight*

$z$  = *Disturbance term*

### 4. Langkah keempat : Memilih Matrik Input dan Teknik Estimasi Model

Data masukan analisis jalur berupa matrik varian kovarian atau matriks korelasi untuk melakukan estimasi parameter. Penelitian akan menguji hubungan kausalitas antar variabel, menggunakan matriks varian kovarians (Hair et.al., 1998). Teknik analisis yang digunakan *Maximum Likelihood Estimation*, dengan asumsi normalitas harus terpenuhi. Teknik estimasi dilakukan dengan dua tahap, yaitu estimasi measurement model digunakan untuk menguji undimensionalitas dari konstruk-konstruk

eksogen dan endogen dengan menggunakan teknik *confirmatory factor analysis* dan tahap *estimasi structural equation model* dilakukan melalui *full model* untuk melihat kesesuaian model dan hubungan kausalitas yang dibangun dalam model yang diuji.

## **5. Langkah Kelima : Menguji Asumsi model**

Asumsi-asumsi yang harus dipenuhi pada pengujian model analisis jalur ini adalah sebagai berikut:

### **a. Ukuran sampel**

Ukuran sampel seperti dalam metode-metode statistik lainnya menghasilkan dasar untuk mengestimasi kesalahan sampling. Dengan menggunakan pendekatan Tabachnick dan Fidell (1998), ukuran sampel yang dibutuhkan adalah antara 10 – 25 kali jumlah variabel independen. Karena model penelitian menggunakan 4 variabel independen maka jumlah sampel yang dibutuhkan adalah 40 – 100 sampel.

### **b. Normalitas Data**

Dalam pengujian kausalitas, asumsi yang diperlukan adalah bahwa data berdistribusi normal yang diuji dengan mencari bukti bahwa tidak ada bukti kalau data berdistribusi tidak normal. Program AMOS akan memperlihatkan sebuah tabel yang menunjukkan apakah data berdistribusi normal atau tidak. Bila asumsi ini dipenuhi, maka analisis dapat dilanjutkan. Bila tidak maka diperlukan proses untuk menormalisasikan data yang ada.

c. Outlier

Outlier adalah observasi yang muncul dengan nilai-nilai ekstrim baik secara univariat maupun multivariat yaitu yang muncul karena kombinasi karakteristik unik yang dimilikinya dan terlihat sangat jauh berbeda dari observasi-observasi lainnya. Bisa dilakukan penanganan khusus pada outlier ini asal diketahui bagaimana munculnya outliers itu. Bila terdapat alasan yang kuat untuk mengeluarkan sampel tersebut dari basis data, barulah outliers tersebut dikeluarkan dan tidak digunakan.

d. Multikolinieritas Variabel Independen Eksogen

Multikolinearitas dideteksi melalui diagram korelasi antar konstruk independen eksogen, dilakukan untuk mengetahui tinggi rendahnya tingkat korelasi antar variabel independen eksogen yang digunakan. Apabila korelasi antar variabel independen eksogennya tinggi, maka model yang dikembangkan perlu dipertimbangkan lagi.

**6. Langkah Keenam : Mengestimasi Model**

Menguji hipotesis dari model yang dikembangkan digunakan beberapa uji statistik, yaitu:

- a. *Chi-square* ( $X^2$ ) ; alat uji statistik ini digunakan menguji adanya perbedaan matrik kovarians populasi dan matriks kovarians sampel. Justifikasinya adalah nilai  $X^2$  kecil dan tidak signifikan, agar hipotesis nol tidak dapat ditolak, dimana pengujian estimated population

covarians tidak sama dengan sample kovarians, karena  $X^2 = 0$  berarti benar-benar tidak ada perbedaan.

- b. *Significaned Probability* ; untuk menguji tingkat signifikan model.
- c. *The Root Mean Square Error of Approximation* (RMSEA) ; indeks ini diperlukan untuk mengkompensasikan nilai *Chi-square* ukuran sample besar. Nilai  $RMSEA \leq 0.08$  merupakan indeks untuk dapat diterimanya model.
- d. *Goodness of Fit Index* (GFI) ; rentang nilai GFI berkisar antar 0 (*poor fit*) dan 1 (*better fit*). Nilai mendekati 1 menunjukkan tingkat kesesuaian yang sesuai.

- e. *Adjusted Goodnes of Fit Index* (AGFI)

Merupakan nilai GFI yang diadjust dengan degree of freedom yang tersedia. Tingkat penerimaan baik, bila nilai AGFI sama atau lebih besar dari 0,90.

- f. *The Minimum Sample Disrepancy Function Degree of Freedom* (CMINDF)

Indeks ini juga disebut  $X^2$ -relative karena nilai  $X^2$  dibagi dengan DF-nya. Nilai  $X^2$ -relative kurang dari 2,0 atau bahkan kadang kurang dari 3,0 adalah indikasi dari acceptable fit antara model dan data.

- g. *Tucker Lewis Index* (TLI)

Indeks ini adalah alternative incremental fit index yang membandingkan sebuah model yang diuji terhadap baseline model.

Nilai penerimaan sebuah model yang diuji adalah lebih besar atau sama dengan 0,95.

h. *Comparative Fit Index* (CFI)

Besar indeks tidak dipengaruhi ukuran sample, karena sangat baik untuk mengukur tingkat penerimaan model. Indeks sangat dianjurkan begitu pula TLI, karena indeks ini relative tidak sensitive terhadap besarnya sampel dan kurang dipengaruhi oleh kerumitan modal nilai CFI yang berkisar antara 0 sampai dengan 1. Nilai yang mendekati 1 menunjukkan tingkat kesesuaian yang lebih baik.

Dengan demikian *cut off value* yang digunakan untuk mengkaji kelayakan sebuah model adalah sebagai berikut:

**Tabel 3.3**  
***Cut off Value Pengujian Kelayakan Model***

<i>GOODNES OF FIT INDEX</i>	<i>CUT OFF VALUE</i>
<i>Chi-square (X2)</i>	Diharapkan kecil ( $\leq$ Chi Tabel)
<i>Significance Probability</i>	$\geq 0,05$
GFI	$\geq 0,90$
AGFI	$\geq 0,90$
CFI	$\geq 0,95$
TLI	$\geq 0,95$
RMSEA	$\leq 0.08$
CMIN/DF	$\leq 2,00$

Sumber : SEM dalam penelitian Manajemen (Ferdinand,2006)

Tahap terakhir dari langkah keenam ini adalah pengujian unidimensionalitas dan reliabilitas. Uji unidimensionalitas adalah untuk mengukur reliabilitas dari model yang menunjukkan bahwa sebuah model satu dimensi, indikator-indikator yang digunakan memiliki derajat kesesuaian yang baik, sedangkan reliabilitas adalah ukuran mengenai konsistensi internal dari indikator-indikator konstruk yang umum. Ada dua cara yang dapat digunakan yaitu *construct reability* dengan tingkat penerimaan yang direkomendasikan adalah minimal 0,70 dan *variance extracted* dengan tingkat penerimaan minimal 0,50.

#### **7. Langkah Ketujuh : Interpretasi dan Modifikasi Model**

Pada tahap terakhir ini akan dilakukan interpretasi model dan memodifikasi modal yang tidak memenuhi syarat pengujian. Syarat pengujian yang dimaksud adalah apakah terdapat kesalahan spesifikasi model (specification error). Pengujian spesifikasi model dilakukan memeriksa modification index dan Standardized Residual Covariances Matrix. Modification Index lebih besar dari 3,84 mengindikasikan bahwa model perlu dispesifikasi ulang dan standardized residual lebih besar dari  $\pm 2,58$  dan melebihi 5% dari total pasangan standardized residual juga mengindikasikan bahwa model perlu dispesifikasi ulang (Hair et al., 1995).

### **3.6 Cara Pengujian hipotesis**

#### **1. Hipotesis Pertama**

Pengujian hipotesis pertama dilakukan dengan menganalisis koefisien struktural antara pertumbuhan asset (*Growth of Assets*) dengan struktur modal (DER). Jika koefisien strukturalnya bernilai positif dengan nilai t hitung (pada output AMOS 5.0 dinotasikan C.R. = Critical Ratio) lebih besar  $\pm 2$  atau  $|2|$  maka terdapat hubungan yang positif dan signifikan pada taraf signifikansi 5% antara pertumbuhan asset (*Growth of Assets*) dengan struktur modal (DER) (Kline, 1998; Steenkamp & Van Trijp, 1991). Dengan kata lain, hipotesis alternatif pertama yang diajukan dalam penelitian ini tidak dapat ditolak. Jika sebaliknya, maka hipotesis alternatif pertama ditolak dan hipotesis nol diterima.

#### **2. Hipotesis Kedua**

Pengujian hipotesis pertama dilakukan dengan menganalisis koefisien struktural antara ukuran perusahaan (size) dengan struktur modal (DER). Jika koefisien strukturalnya bernilai positif dengan nilai t hitung (pada output AMOS 5.0 dinotasikan C.R. = Critical Ratio) lebih besar  $\pm 2$  atau  $|2|$  maka terdapat hubungan yang positif dan signifikan pada taraf signifikansi 5% antara ukuran perusahaan (size) dengan struktur modal (DER) (Kline, 1998; Steenkamp & Van Trijp, 1991). Dengan kata lain, hipotesis alternatif pertama yang diajukan dalam penelitian ini tidak dapat ditolak. Jika sebaliknya, maka hipotesis alternatif pertama ditolak dan hipotesis nol diterima.



### **3. Hipotesis Ketiga**

Pengujian hipotesis pertama dilakukan dengan menganalisis koefisien struktural antara profitabilitas (profitability) dengan struktur modal (DER). Jika koefisien strukturalnya bernilai positif dengan nilai t hitung (pada output AMOS 5.0 dinotasikan C.R. = Critical Ratio) lebih besar  $\pm 2$  atau  $|2|$  maka terdapat hubungan yang positif dan signifikan pada taraf signifikansi 5% antara profitabilitas (profitability) dengan struktur modal (DER) (Kline, 1998; Steenkamp & Van Trijp, 1991). Dengan kata lain, hipotesis alternatif pertama yang diajukan dalam penelitian ini tidak dapat ditolak. Jika sebaliknya, maka hipotesis alternatif pertama ditolak dan hipotesis nol diterima.

### **4. Hipotesis Keempat**

Pengujian hipotesis pertama dilakukan dengan menganalisis koefisien struktural antara risiko bisnis (*business risk*) dengan struktur modal (DER). Jika koefisien strukturalnya bernilai positif dengan nilai t hitung (pada output AMOS 5.0 dinotasikan C.R. = Critical Ratio) lebih besar  $\pm 2,58$  atau  $|2|$  maka terdapat hubungan yang positif dan signifikan pada taraf signifikansi 5% antara risiko bisnis (*business risk*) dengan struktur modal (Kline, 1998; Steenkamp & Van Trijp, 1991). Dengan kata lain, hipotesis alternatif pertama yang diajukan dalam penelitian ini tidak dapat ditolak. Jika sebaliknya, maka hipotesis alternatif pertama ditolak dan hipotesis nol diterima.

## **5. Hipotesis Kelima**

Pengujian hipotesis pertama dilakukan dengan menganalisis koefisien struktural antara struktur modal (DER) dengan return saham. Jika koefisien strukturalnya bernilai positif dengan nilai t hitung (pada output AMOS 5.0 dinotasikan C.R. = Critical Ratio) lebih besar  $\pm 2$  atau  $|2|$  maka terdapat hubungan yang positif dan signifikan pada taraf signifikansi 5% antara struktur modal (DER) dengan sistem pengendalian return saham (Kline, 1998; Steenkamp & Van Trijp, 1991). Dengan kata lain, hipotesis alternatif pertama yang diajukan dalam penelitian ini tidak dapat ditolak. Jika sebaliknya, maka hipotesis alternatif pertama ditolak dan hipotesis nol diterima.